جامعة الجزائر 3
كلية العلوم الاقتصادية العلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

دور الأسواق المالية في تحقيق تنمية دول المغرب العربي:الجزائر- المغرب- تونس- الأبعاد و الآفاق

أطروحـــة مقـــدمة لنيـــل شهـــادة دكتـــوراه العلوم في العلوم الاقتصادية

فرع: التحليل الاقتصادي

إعداد الطالبة:
نوال بن لكحل

إشراف الأستاذ الدكتور:
عبد المجيد قدي

أعضاء لجنة المناقشة

- أ.د زهير عدلي	رئيسا
- أ.د عبد المجيد قدي	مقررا
- أ.د محمد براق	ممتحنا
- د. يوسف دبوب	ممتحنا
- أ.د رشيد بوكساني	ممتحنا
- د. أحمد جميل	ممتحنا

السنة الجامعية : 2013- 2014

إهـــــداء

إلى من شجعني وساندني دوما و لم يحرمني أبدا، وثق بي فعاهدت نفسي أن لن أخذله أبدا .
حان اليوم الذي طالما تمناه ، ويشاء العلي القدير أن أناقش رسالتي دون حضوره، لكنه موجود و سيبقى في قلبي، و تبقى كلماته من أسرار قدرتي على الاستمرار.
إلى روح أبي الطاهرة...

إلى المعلمة التي تركت التدريس في المدارس من أجل أن تكرسه في البيت.. إلى من وضعني على أول درج من سلم العلم و سخرها الله لتكون سببا في تفوقي طيلة مشواري الدراسي.
إلى أمي حفظها الله

شكر و تقدير

أحمد الله عز و جل و أشكره و هو القائل في محكم تنزيله:((**وَإِذْ تَأَذَّنَ رَبُّكُمْ لَئِنْ شَكَرْتُمْ لَأَزِيدَنَّكُمْ**)) الآية 7 من سورة إبراهيم

" على توفيقه لي في إتمام هذا العمل.

((**يا رب لك الحمد كما ينبغي لجلال وجهك و عظيم سلطانك**))

أتقدم بأسمى عبارات الشكر و التقدير إلى الأستاذ الدكتور " **عبد المجيد قدي** " على ما قدمه لي من ملاحظات و توجيهات والذي أتشرف بإشرافه و تأطيره لهذا البحث، والذي لم يبخل علي بوقت من أوقاته ولا بجهد من جهوده، و لا يمكن أن أنكر أنه من دلل لي الصعاب التي واجهتني خلال إنجاز هذه الرسالة.

شكرا أستاذي.

كما أوجه خالص شكري وإمتناني لأخي و صديقي الدكتور أحمد علاش الذي منحني من وقته الثمين من أجل إخراج الرسالة على شكلها الحالي.

لا تفوتني الإشادة بكل من ساعدني ولو بكلمة طيبة مشجعة في أنجاز هذا البحث.

.... لكل هؤلاء شكرا

الفـــهرس العـــام

قائـــمة الجــــداول

قائمة الأشكال البيانية

المقدمة العامة

أدت التغيرات المتسارعة في مختلف المجالات الاقتصادية إلى تطورات متلاحقة على مستوى المعاملات المالية المحلية والدولية، وكان للدول الرأسمالية السبق والريادية في تطوير المنتجات المالية وتنويعها، مما ساعدها على جذب مختلف الاستثمارات وتحفيز المستثمرين، كما أدى ذلك إلى عولمة النظام الرأسمالي، والمطالبة بتحرير النشاط الاقتصادي بما في ذلك الخدمات المصرفية والمالية.

أما الدول النامية، التي لم تستطع تحقيق الانطلاقة الاقتصادية، رغم كل النماذج الاقتصادية المتبعة، بدأت في تحرير اقتصادياتها، وتحولت أغلب الدول الاشتراكية إلى النظام الرأسمالي في محاولة منها لاعتماد اقتصاد السوق، ومنح القطاع الخاص الفرصة الكاملة لممارسة النشاط الاقتصادي، والعمل على تحقيق النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية، من خلال ما يوفره من مناصب عمل، وما يفرزه من إنتاج سلعي وخدماتي. يحتاج ذلك إلى توفير آليات اقتصاد السوق بما في ذلك إنشاء وتدعيم الأسواق المالية، التي تسمح بتوفير التمويل اللازم للمستثمرين، كما تسمح بتامين مجالات الاستثمار لذوي الفائض المالي المحليين والأجانب.

يعد السوق المالي من أدوات التمويل، التي تجمع بين المتعاملين الاقتصاديين: أصحاب الفوائض المالية وذوي الاحتياجات المالية. لقد أدى التطور الاقتصادي إلى زيادة الاحتياج إلى رؤوس الأموال لتغطية الحاجات، ومن أجل التماشي مع هذا التطور ـــ باعتبار أن رأس المال يعد من الموارد الاقتصادية النادرة، والمحرك الأساسي لجميع العمليات الاقتصادية ـــ يمكن للمتعاملين المحتاجين لهذا المورد الاقتصادي النادر، التوجه نحو التمويل بالاستدانة عن طريق البنوك، أو التمويل بالمشاركة أو الاستدانة عن طريق السوق المالي، حيث تساهم أسواق رأس المال في نقل الأرصدة النقدية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز، فهي بذلك تساهم في تفعيل الاستثمار من خلال تعبئة الادخار الذي يتم استثماره في المجالات التي تساهم في خلق طاقات إنتاجية جديدة، ومن ثم تحقيق النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية.

إن الانتقال التدريجي والمستمر لمعظم الدول نحو اقتصاد السوق ـــ بما يحمله من تغيرات على مستوى المعاملات الاقتصادية والمالية، واعتماد الحرية التجارية، وحرية انتقال رؤوس الأموال ـــ أدى إلى تعاظم دور الأسواق المالية، من أجل استقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية، خاصة في ظل التطورات التكنولوجية الكبيرة، التي أسقطت الكثير من الحواجز، حيث أصبح التداول وعقد الصفقات وتنفيذها عالميا وفي وقت قياسي.

بناء على ما سبق، وفي إطار المنافسة الشديدة، أصبح على كل دولة من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية والمحافظة على مكانتها، أن تولي اهتماما كبيرا للأسواق المالية، وتعمل على تطويرها وعصرنتها على جميع المستويات: الإدارية، التشريعية، إلى جانب العمل على زيادة وتنويع الأدوات المالية المتداولة.

سيتم التركيز من خلال هذه الدراسة، على تطور الأسواق المالية في دول المغرب العربي: الجزائر المغرب وتونس، من حيث أدائها وأهم المعوقات التي تتعرض لها، والتحديات التي تواجهها، من أجل القيام بالدور المنوط بها.

إشكالية البحث

يعتبر تحقيق النمو الاقتصادي وضمان إستمراريته، من الأهداف الرئيسية للسياسات الاقتصادية في كل الدول، ويرتبط ذلك بدرجة كبيرة بأداء ومردودية المؤسسات الاقتصادية، التي تعتبر نواة الاقتصاد الوطني، ولتوسيع نشاطاتها يتطلب منها توفير الموارد المالية اللازمة لذلك، قد يكون ذلك عن طريق مواردها الخاصة، وهو ما يعرف بالتمويل الذاتي، أو من خلال اللجوء إلى الجهاز المصرفي، وهذا ما يعرف بالتمويل غير المباشر، على عكس التمويل غير المباشر، يعتبر التمويل المباشر تلك الآلية التي تسمح للمؤسسات بالحصول على الموارد المالية من الجمهور، سواء كانوا أفرادا أو مؤسسات، مباشرة ودون وساطة من المؤسسات المالية ، وهذا من خلال آلية السوق المالي .

تتجلى مشكلة أسواق الأوراق المالية في الدول النامية التي منها بلدان المغرب العربي، في محدودية أدائها، لعل ذلك يعود إلى حداثة هذا الموضوع وانعدام الخبرة والرؤى الواقعية لاقتصاديات هذه الدول مما حال دون إمكانية وضع أسس صلبة لأسواق مالية تتميز باستمراريتها وفعاليتها في استقطاب الاستثمارات المحلية والأجنبية وفي تمويلها للقطاعات الإنتاجية والخدماتية.

من هذا المنطلق نحاول من خلال دراستنا، إبراز دور السوق المالي في تمويل الاقتصاديات الوطنية والآليات التي تمكّن من تفعليه، بما يسمح من تنويع مصادر التمويل أمام الأعوان الاقتصاديين .

باعتبار أن إحدى المشاكل الرئيسة التي تواجه عملية التنمية الاقتصادية في البلدان المغاربية، هي مشكلة توفير السيولة النقدية ورؤوس الأموال اللازمة لتمويل مشروعات التنمية، خاصةً إن رأس المال المحلي لا يكفي في الغالب للوصول إلى تحقيق أهداف خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

من خلال ما تقدم، تهدف هذه الدراسة إلى محاولة توضيح مدى مساهمة الأسواق المالية المغاربية في تحقيق التنمية، وحتى يتسنى لنا القيام بذلك، يمكن صياغة الإشكالية في التساؤل الرئيسي التالي:

هل تلعب الأسواق المالية في كل من الجزائر، المغرب وتونس دورا في تحقيق التنمية الاقتصادية لهذه الدول؟

من أجل الإجابة على هذا التساؤل الرئيسي يمكن الاستعانة بالتساؤلات الفرعية التالية:

- هل تعد كفاءة السوق المالي شرطا حتى يتمكن السوق من لعب دوره ، وما هي شروط تحقق هذه الكفاءة ؟
- هل تصنيف بعض الأسواق المالية كأسواق ناشئة، يعبر عن مستوى من النضج التي آلت إليه اقتصاديات البلدان التي تنتمي إليها؟
- هل أقدمية السوق المالي في كل من تونس والمغرب مقارنة بالسوق المالي الجزائري، يعد مبررا لأداء أحسن من طرف هذه الأسواق؟
- هل تعتبر الأسواق المالية المغاربية كفؤة؟
- ما هي أهم المؤشرات لدراسة العلاقة بين أداء الأسواق المالية المغاربية والتنمية الاقتصادية؟

للإجابة عن هذه الأسئلة يمكن اعتماد الفرضيات التالية:

1- تتحقق كفاءة الأسواق المالية بتوفر مجموعة من الشروط.

2- وجود الأسواق المالية الناشئة دليل على علاقة الأسواق المالية بالتنمية الاقتصادية.

3- أقدمية نشأة كل من السوق المالي في المغرب وتونس تبرر التفوق في الأداء بالنسبة للسوق الجزائري.

4- الأسواق المالية المغاربية غير كفؤة.

5- تلعب الأسواق المالية المغاربية دورا في تحقيق التنمية الاقتصادية.

أهمية البحث

يعرف السوق المالي المغربي تطورا إيجابيا، مكّنه من احتلال مرتبة جيّدة على مستوى الأسواق المالية العربية، كذلك السوق المالي التونسي الذي يُشهد له بحسن أدائه وتحقيقه لنتائج جيّدة وفي تحسّن من سنة لأخرى، في حين نرى السوق المالي الجزائري الذي يعرف ركودا منذ انطلاقه وتبقى عمليات الإصدار التي تمت من خلاله وفي ظرف أربع عشرة سنة تعد على أصابع اليد .

لذا فإن أهمية هذا البحث تبدو من خلال معرفة الأسباب التي حالت دون إمكانية ترقية السوق المالي الجزائري مقارنة بالسوق المغربي والتونسي، وتحديد معوقات هذه الأسواق وكيفية تجاوزها، وما هي التحديات التي تواجهها كي تتمكن من لعب الدور المنتظر منها.

أهداف البحث

يمكن إبراز الأهداف التي نسعى إلى تحقيقها فيما يلي:

- محاولة معرفة الشروط الواجب توفرها لإقامة سوق مالي كفؤ؛
- محاولة معرفة شروط تصنيف الأسواق: أسواق نامية، أسواق ناشئة، أسواق متطورة؛
- محاولة معرفة أداء الأسواق المالية المغاربية والمقارنة بينها؛
- محاولة تحديد معوقات تطور الأسواق المالية المغاربية وكيفية تجاوزها.

ـــ محاولة الوصول إلى الهدف الرئيسي، المتمثل في تشخيص المعوقات التي حالت دون أداء البورصة في الجزائر للدور الذي كان منتظرا منها، ومن ثم اقتراح الحلول المناسبة لتجاوز هذه العقبات، وتفعيل دور البورصة في الاقتصاد الجزائري بشكل خاص.

المنهج المتبع والأدوات المستخدمة

إن طبيعة هذه الدراسة تطلبت تبني مجموعة من المناهج للوصول إلى الإجابة عن الإشكالية، واختبار صحة الفرضيات، حيث تم الاعتماد على كل من المنهج الوصفي، وذلك في سرد المفاهيم العامة والتعاريف المتعلقة بالموضوع، والمنهج التحليلي عند تقديم الإحصائيات والبيانات الرقمية عن أسواق الأوراق المالية في كل من الدول الثلاثة: الجزائر، المغرب وتونس. بالإضافة إلى المنهج التطوري التاريخي في سرد الأحداث والوقائع التي مرت بها كل من أسواق المال في البلدان الثلاثة محل الدراسة.

إضافة إلى استخدامنا لأسلوب الدراسات المقارنة، بغية معرفة مدى التباين والتشابه بين أسواق الأوراق المالية الثلاثة، مستعينين في ذلك بـــ :

- القوانين والتشريعات المتعلقة بنشأة، تنظيم، التعامل، الجباية.....المتعلقة بأسواق المال في البلدان الثلاثة؛
- الإحصاءات والتقارير المتعلقة بموضوع البحث، التي تم الحصول عليها من قبل الهيئات الرسمية؛
- تحليل المعطيات المحصل عليها والنتائج المتوصل إليها.

حدود الدراسة

يختص بحثنا بدراسة أسواق الأوراق المالية المغاربية، المختصرة في الدول الثلاثة: الجزائر، المغرب تونس.

بينما فترة الدراسة فقد ارتأينا توحيدها، كون أن السوق المغربي والتونسي يعتبران أسواقا قديمة، و لم تلعبا دورها حتى بعد الإصلاحات التي شهدتها، والتي تتزامن مع فترة إنشاء السوق المالي في الجزائر لذلك نجد فترة الدراسة المختارة تتمحور حول فترة تمتد من بداية الإصلاحات في كل من تونس والمغرب والنشأة بالنسبة لسوق الجزائر إلى غاية سنة 2011.

الدراسات السابقة

- AKA-BROU EMMANUEL , « le rôle des marches de capitaux dans la croissance et le développement économique » ,thèse de doctorat en sciences économiques université d'Auvergne Clermont Ferrand I, France,2005.

تتمحور دراسة الباحث حول مدى تحفيز التطور المالي للتنمية الاقتصادية، وقدمها من خلال ستة فصول. تناول في الفصول الثلاثة الأولى دور وعلاقة كل من الوساطة المالية والأسواق المالية في والأنظمة المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية، و يدرس الباحث من خلال الفصول الثلاثة الأخيرة مخاطر النظام المالي، وعدوى الأزمات المالية، والتشريع المالي ودوره في تنظيم السوق.

قدم الباحث من خلال دراسة نظرية مقارنة بين أثر الأسواق المالية مع هيمنة البنوك على التنمية الاقتصادية، وأثر البنوك مع هيمنة الأسواق المالية على التنمية الاقتصادية، وخلصت الدراسة إلى أن لتطور الأسواق المالية أثر إيجابي في تحقيق التنمية الاقتصادية شرط تطور الوساطة المالية و ذلك من خلال الإنتاجية الحدية لرأس المال.

بينت دراسة تطبيقية قام بها الباحث من خلال تحليل متعدد للسلاسل الزمنية أن كل من الأسواق المالية والوساطة المالية دور متفاوت في تحقيق التنمية الاقتصادية، حيث خلص إلى أن أثر الوساطة المالية أكبر في البلدان النامية، بينما يكون أثر الأسواق المالية هو الأقوى في البلدان المتطورة .

– رشيد بوكساني ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، جامعة الجزائر، 2006.

تهتم الدراسة بالمتطلبات الأساسية لإقامة أسواق مالية فعالة، والبحث في أوجه القصور التي تعاني منها أسواق الأوراق المالية العربية و كيفية تطويرها قصد ترابطها. حيث تناول الباحث الدراسة من خلال بابين:

يعالج الباب الأول الجوانب النظرية و الفنية لأسواق الأوراق المالية، ويحلل الباب الثاني واقع أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها.

خلصت الدراسة إلى أن إقامة سوق أوراق مالية يتطلب توفير بيئة ملائمة، كما يجب أن يوفر هذا السوق المعلومات الكافية، وأن تعكس مؤشراته أدائه الحقيقي خاصة في ظل العولمة، أين أصبحت رؤوس الأموال تتدفق بحرية و تبحث عن أكبر مردودية دون التفرقة بين الأسواق متطورة كانت أو ناشئة.

أما فيما يتعلق بالأسواق العربية للأوراق المالية، فرغم أهميتها ضمن متطلبات التنمية الشاملة لم تعرف تطورا ويرجعها الباحث إلى حداثة بعض الأسواق ، و نقص الخبرة إضافة إلى معوقات تم تصنيفها إلى الجانب التشريعي والتنظيمي ، الجانب الاقتصادي والمالي، وأخيرا الجانب الاجتماعي و الثقافي.

يقترح الباحث الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية لتجاوز مختلف المعوقات و الوصول بهذه الأسواق إلى المستوى المطلوب.

- جمال الدين سحنون ، شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، جامعة الجزائر، 2007-2008.

تهتم الدراسة بأهم الشروط التي تسمح ببروز سوق الأوراق المالية و ما مدى تطبيقها من أجل تفعيل هذه الأسواق في كل من مصر، تونس والجزائر وذلك عن طريق تقسيم البحث إلى ثلاث أبواب تشمل على التوالي ماهية أسواق الأوراق المالية ، عوامل تطويرها وشروط تفعيل بورصات مصر،تونس والجزائر.

خلصت الدراسة أن عنصر الثقة من أهم الشروط لكفاءة السوق وتكامله وعدالته وشفافيته ويعد العمل الرقابي من أهم الوظائف التي يتوقف عليها نجاح نشاط السوق.

وعن سوق الأوراق المالية في كل من الدول الثلاثة موضوع الدراسة فقد توصل إلى النتائج التالية:

تقدر البورصة المصرية مشاركة الأفراد في البورصة أكبر من مشاركة المؤسسات غير أنها تبقى ضعيفة ويرجع ذلك إلى المستوى الضعيف للدخل الفردي في مصر، مما أدى إلى أهتمام السلطات المصرية باستقطاب المدخرات الأجنبية. يتوفر السوق المالي المصري على كل الشروط التي تسمح بتفعيله إلا

أنه لم يصل بعد إلى المستوى المرجو من التطور و ذلك راجع إلى عوامل متعلقة بالتطورات الاقتصادية و السياسية و الاجتماعية.

تشكل طبيعة ملكية المؤسسات في البورصة التونسية عائقا لانضمام المزيد من الشركات إليها ، مما دفع السلطات إلى التفكير بإنشاء سوق بديل بشروط أخف. تبقى مشاركة الأفراد في السوق المالي ضعيفة نتيجة لضعف الادخار و قلة التعداد السكاني، كذلك نجد أن التشريعات مواتية لاستقطاب المدخرات الأجنبية.

تم إنشاء بورصة الجزائر في مرحلة انتقالية في إطار إصلاحات من الجيل الأول، وهي لم تفلح في خلق ديناميكية اقتصادية، مع غياب الشفافية وعدم احترام مخطط الأعمال، إضافة إلى الوضعية التي يؤول إليها واقع بورصة الجزائر.

– سميرة لطرش ، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم: دراسة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري ـــ قسنطينة، 2009- 2010.

تهدف الدراسة إلى محاولة توضيح أثر كفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية للسهم من خلال أربع فصول تقدم على الترتيب كفاءة سوق رأس المال، الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال قيمة الورقة المالية،واختبار كفاءة سوق رأس المال مع دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية.

توصلت الباحثة من خلال دراسة تطبيقية باستخدام طريقة الأنماط الطارئة من أجل قياس كفاءة السوق في صيغته الضعيفة من خلال دراسة ما إذا كان سلوك مؤشر السوق عشوائي أم لا إلى أن كل من بورصة عمان وسوق الأسهم السعودي،سوق الكويت، هي أسواق كفؤة في المستوى الضعيف، بينما اتضح أن بورصة مصر، وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، وبورصة الجزائر غير كفؤة كون أن التغيرات المتتالية في مؤشر السوق غير مستقلة.

وبعد اختبار كفاءة هذه الأسواق عند المستوى المتوسط عن طريق معاملات الارتباط اتضح أن كل الأسواق محل الدراسة غير كفؤة.

لقد كانت هذه الدراسات قاعدة مهمة للانطلاق بمفاهيم جلية وواضحة ودقيقة لأسواق الأوراق المالية، كفاءتها ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، إلا أن هذه الدراسات لم تتعرض بالتفصيل لأسواق المغرب العربي، وتقديم مقارنة بينها.

صعوبات الدراسة

واجهتنا عند قيامنا بهذا البحث مجموعة من العقبات التي كانت على النحو التالي:

- تضارب الإحصائيات واختلافها من هيئة لأخرى، (إحصائيات البنك الدولي تختلف عن إحصائيات صندوق النقد الدولي، صندوق النقد العربي، وفي بعض الأحيان اختلاف في إحصائيات نفس الهيئة من سنة إلى أخرى).
- قلة الإحصائيات المتعلقة بالجزائر عامة، في قاعدة بيانات البنك وصندوق النقد الدولي، صندوق النقد العربي، وبالسوق المالي الجزائري خاصة.
- صعوبة إجراء المقارنة في كثير من الحالات، نتيجة لعدم التطابق في الإحصائيات المتوفرة عند التحليل بالنسبة للبلدان الثلاثة محل الدراسة، فقد نجد معطيات خاصة بتوزيع الاستثمار الأجنبي حسب القطاعات في تونس، بينما نجد التوزيع حسب الجنسيات في المغرب، ... .

هيكل البحث

لمحاولة الإلمام بكل جوانب الموضوع و الإجابة على الإشكالية الرئيسية و اختبار مدى صحة الفرضيات التي تم الانطلاق منها، ارتأينا تقسيم البحث إلى ستة فصول- تشمل جانبا نظريا و دراسة حالة- تسبقهم مقدمة عامة مع وجود تمهيد و خلاصة لكل فصل، و تليهم خاتمة عامة تمثل ملخص البحث.

يتحدد الجانب النظري من خلال الثلاث فصول الأولى:

تم تخصيص الفصل الأول لدراسة سوق الأوراق المالية من خلال تقديمه، وظائفه، و دوره في تحقيق التنمية الاقتصادية.

بينما تم تخصيص الفصل الثاني كدراسة مفصلة لكفاءة الأسواق المالية: تعريفها، محدداتها، مستوياتها، أشكالها وشروط تحققها.

و تم تخصيص الفصل الثالث لدراسة الأسواق المالية الناشئة: تقديمها، معايير التصنيف، الخصائص، عوامل قيام الأسواق الناشئة، مع إبراز أدائها واستخلاص النقاط المشتركة بينها و المعوقات التي تواجهها.

يتحدد الجانب التطبيقي من خلال الثلاث فصول الأخيرة:

حاولنا من خلال الفصل الرابع تقديم نظرة عامة حول نشأة كل من بورصة الجزائر، بورصة الدار البيضاء و بورصة تونس، و مختلف الإصلاحات التي شهدتها هذه البورصات و التنظيم الداخلي لها، مع التطرق إلى دراسة كفاءة هذه الأسواق من خلال مدى تحقق بعض شروط الكفاءة .

يتعرض الفصل الخامس إلى مؤشرات نمو أسواق الأوراق المالية في الدول الثلاث المحصورة في مؤشر الحجم، التركيز، و سيولة سوق الأوراق المالية .

بينما يهتم الفصل السادس و الأخير بتحليل أداء هذه الأسواق منذ بداية الإصلاحات على مستواها إلى سنة 2011، و ما هو دورها في التنمية الاقتصادية من خلال تأثيرها على معطيات الاقتصاد الكلي في كل من البلدان الثلاثة.

لنختم الفصل بالمعوقات المشتركة التي تواجهها الأسواق المالية الثلاثة و تقديم الاقتراحات لتجاوزها مع إبراز التحديات التي تواجهها هذه الأسواق في إطار تطور الأنظمة المالية التي يشهدها العالم.

الفصل الأول

الأسواق المالية: وظائفها ودورها وعلاقتها بالتنمية الاقتصادية

يمثل القطاع المالي القنوات التي يتم من خلالها تجميع الفوائض المالية من القطاعات المختلفة وتوزيعها على مجالات الاستثمار المتنوعة، ويتم ذلك بأسلوب مباشر من خلال سوق الأوراق المالية أو بأسلوب غير مباشر من خلال الجهاز المصرفي ، والمؤسسات المالية الأخرى .

إن تطور القطاع المالي يؤثر على معدلات النمو من خلال تأثيره على الأرصدة المالية بتحويلها إلى استثمار حقيقي، هذا وتحتل أسواق المال مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة، خاصة التي تقوم على أساس التعامل الحر، وتعتبر المحرك الرئيسي للنمو الاقتصادي في مختلف الدول، فالتطور الاقتصادي يرتبط بشكل وثيق بوجود قنوات للمال منتعشة وحرة الحركة.

يرجع وجود نظام مالي أساسا إلى وجود فئة أو هيئة تستثمر أو تستهلك طاقة مالية أكبر من قدراتها التمويلية، في حين توجد فئة أو هيئة تستثمر أو تستهلك أقل مما تملك خلال فترة معينة، مشكّلة بذلك ادخارا.

يشرح هذا التكامل والتوافق في الحاجيات والقدرات نشأة أسواق الأوراق المالية، التي تعمل على تنظيم العلاقات وجمع ذوي الفوائض بذوي العجز المالي، والتي تعمل على خلق مردودية للأموال، أي تحقيق مداخيل للأطراف الثلاثة.

المبحث الأول: وظائف السوق المالي ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية

أصبحت الأسواق المالية ضرورة ملحة أكثر بسبب توسع المعاملات الاقتصادية بين الأفراد والشركات، ووجدت أساسا للقيام بمجموعة من الوظائف والأدوار لأجل تنمية اقتصادية حقيقية.
بناءا على ماسبق، سنحاول في هذا المبحث توضيح أهمية سوق الأوراق المالية من حيث الوظائف والدور الذي تلعبه، ثم الفكر الاقتصادي والآراء حول هذا الدور.

المطلب الأول : وظائف السوق المالي

تقوم الأسواق المالية بكافة أشكالها وأقسامها بأداء عدد من الوظائف في الحياة الاقتصادية، وإذا ما حاولنا عرض أهم الوظائف التي يمكن أن تؤديها فيمكن حصرها فيما يلي:

الفرع الأول: الوظيفة التمويلية: يعمل السوق المالي على تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشاريع لما يحقق التمويل المطلوب، فالسوق المالي يحوّل مدخرات الأفراد لتمويل الشركات وبالتالي تحقيق المشاريع.

تحتاج خطط التنمية الاقتصادية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر لدى الدولة، كما تحتاج إلى تضافر منشآت القطاع الخاص في إحداثها، فإن الضرورة تقتضي قيام سوق للأوراق المالية تستطيع

الحكومة ومنشآت القطاع الخاص من خلاله طرح بعض الأصول المالية للمشروعات الجديدة في صورة أسهم أو سندات، للاكتتاب العام في هذا السوق لتمويل المشروعات المصدرة لها.[1]

يعتبر السوق المالي من أهم القنوات التي يتم بواسطتها تحويل المدخرات المجمّعة إلى استثمارات حقيقية، من حيث كونه مكانا لتداول الأوراق المالية التي تمثل حصصا من رأس مال مؤسسات أو ديونا عليها، فضلا عن قيامها بتحويل هذه الاستثمارات طويلة الأجل إلى أموال سائلة عند الحاجة.

الفرع الثاني: **الوظيفة التعبوية**: توّلدت الحاجة إلى وجود أسواق مالية لتكون بحكم وظيفتها همزة الوصل بين مدخرات الأفراد والمؤسسات الاقتصادية، حيث تعمل بجميع هياكلها كآلية أو أداة لخلق روافد مستمرة من التدفقات المالية من ذوي الفائض من الأفراد والمؤسسات والحكومة في المجتمع، لتلبية احتياجات التمويل من هذه التدفقات، وفقا لسياسة معينة وعبر قنوات تتنوع أشكالها وأنواعها وأنماطها.

تساهم الأسواق المالية في تعبئة المدخرات وتمويل النشاط الإنتاجي ، حيث توفر مؤسسات الوساطة المالية الفرصة للمدخرين لتنويع محافظهم المالية عن طريق زيادة الأوعية الادخارية الملائمة لتفضيلاتهم من حيث المخاطرة، العائد والسيولة، ويؤدي تجميع المدخرات إلى جعل الأصول المالية أكثر سيولة من خلال تنويع توظيفها في أكثر من مشروع وتخفيض تكلفة المعاملات عن طريق استغلال اقتصاديات الحجم والتخصص في تقييم المشروعات الاستثمارية واختيار أكثرها إنتاجية.[2]

يتكون سوق الأوراق المالية من سوقين رئيسيين مرتبطين ببعضهما البعض، وهما:

1- سوق الإصدار: أو السوق الأولي، ويتكون من مجموعة المؤسسات المتخصصة في إصدار الأوراق المالية لحساب الشركات والجهات الحكومية، وتتمثل تلك المؤسسات في بنوك الاستثمار وبيوت السمسرة الكبيرة، وقد تشاركهما البنوك التجارية، ويعمل هذا السوق كوسيط بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية، يتيح ذلك للأفراد فرصا متعددة لاستثمار مدخراتهم، كما يتيح للشركات مصادر متنوعة من أسهم وسندات ومشتقات مالية للحصول على ما تحتاجه من الأموال للتكوين أو للتوسع والنمو.

2- سوق التداول: وهو الذي يوفر السيولة للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية من سوق الإصدار ويرغبون في بيعها بالسعر المناسب وفي الوقت المناسب.

يلعب سوق التداول دورا هاما بالنسبة للوحدات الاقتصادية التي ترغب في إصدار أوراق مالية جديدة، حيث تعتبر الأسعار السائدة في سوق التداول مرشدا لهذه الوحدات عند تسعير أوراقها المالية

---

[1] حسني خربوش و آخرون، الأسواق المالية مفاهيم و تطبيقات، عمان/ الأردن، 1998 ص 12

[2] محمود محي الدين، النمو الاقتصادي و التنمية المالية ..إشكالية تحديد العلاقة السببية، ورقة غير منشورة، مارس2001

الجديدة. هذا إضافة إلى ما يوفره سوق التداول من سيولة لحاملي الأوراق المالية، مما يتيح لهم التخلص من الورقة المالية في أقرب وقت والحصول على المزيد وقت ما شاءوا، من شأن هذه الميزة أن تشجّع على التعامل مع سوق الإصدار، وأن تحفز المستثمرين على شراء الأوراق المالية التي تطرحها الشركات للبيع. تكمن أهمية سيولة الأوراق المالية لعملية التنمية الاقتصادية، في أن الكثير من الاستثمارات المربحة تحتاج إلى تمويل طويل الأجل، في حين المدخرين لا يفضلون فقدان السيطرة على مدخراتهم، وبالتالي فإن أسواق الأوراق المالية عالية السيولة توفر لهؤلاء أصولا مالية يمكنهم بيعها بسهولة وبسرعة مع انخفاض تكلفة تسييلها. هذا إضافة إلى أنها تقلل من درجة المخاطرة في الاستثمار طويل الأجل، من خلال ما توفره من فرص أمام المستثمرين لتنويع محافظهم المالية. (3)

يلعب السوقان معا دورا حيويا للمستثمرين والشركات المصدرة للأوراق المالية، وللاقتصاد الوطني ككل بما يؤديانه من:

- تجميع مدخرات الأفراد وتوجيهها نحو الاستثمار الحقيقي؛
- توفير منافذ مشروعة للمدخرين لنقل مدخراتهم للغير؛
- تحقيق منافذ مشروعة للأموال المستثمرة في شكل أسهم أو سندات.(4)

الفرع الثالث: الوظيفة التثمينية (التسعيرية) : ينشر على مستوى سوق الأوراق المالية مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار للأوراق المالية المتداولة، وظروف الاستثمار، حيث أن أسعار الصفقات تعلن بطريقة ظاهرة، ويمكن لجميع المتعاملين رؤيتها، ثم تسجل حركة الأسعار لجميع العروض والطلبات في تسعيرة البورصة، وبالتالي تساعد الأفراد والشركات على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.(5)

يلعب السوق المالي دورا أساسيا في تسعير الأصول المالية وذلك من خلال تفاعلات قوى العرض والطلب داخله، أي من خلال التقاء وتفاعل المشترين مع البائعين لهذه الأصول المالية، فالمشترون يرغبون في تعظيم معدل العائد لمستوى معين من المخاطرة وذلك بعرض أقل سعر ممكن، بينما يسعى البائعون للحصول على التمويل اللازم بأقل كلفة ممكنة، ويتم التفاعل بين المشترين والبائعين سعيا وراء تحقيق رغباتهم، إلى أن ينتهي بتخصيص مدخرات المجتمع من الأفراد أو المؤسسات القادرون على استخدام هذه المدخرات الاستخدام الأفضل، بهذا يحصل المشتري

---

(3)Levine Ross and Zervos, « stock market development and long run growth », world bank conference.1999,p170

(4) أعمال الندوة الحادية عشرة للبنك الإسلامي للتنمية بعنوان: تعبئة الموارد من أسواق رأس المال، بحث السيد/تان سري عبد الرشدي حسين، رئيس بنك رشيد حسين، كولامبور، ماليزيا.

(5) أسامة الفولى، زينب عوض الله، اقتصاديات النقود و التمويل، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية – مصر ،2005، ص268

(المستثمر) للأصول المالية على أعلى عائد ممكن، بينما يحصل البائع لهذه الأصول على التمويل المطلوب بأقل تكلفة ممكنة، فالأوراق داخل هذا السوق بمثابة إشارات لتخصيص الموارد.

الفرع الرابع: **الوظيفة الإعلامية** : يقدم سوق الأوراق المالية معلومات دائمة عن الشركات المقيدة على مستواه، وتعاملاتها في شراء وبيع الأوراق المالية، ومؤشرات أسعار أوراقها المالية، ومعلومات عن أوضاع السوق سواء للمستثمرين، أو المدخرين مما يجذب المدخرات، ويقلل من المخاطر.

هذا، وتقدم المعلومات المالية بأقل تكلفة للأفراد والمؤسسات الاستثمارية فيما يتعلق بالأوراق المالية المتداولة في السوق، والوضع المالي لجهات إصدارها، بما يمكن المستثمر من المفاضلة بشكل معقول بين الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المختلفة مع حماية المستثمر من مخاطر المضاربات الوهمية.

كما يلعب السوق المالي دورا أساسيا يتمثل في إعطاء الإدارة الاقتصادية في بلد، فرصة اتخاذ الإجراءات الاقتصادية والمالية المناسبة، لمعالجة أي خلل هيكلي في اقتصاده الوطني، أو مواجهة أي دورة اقتصادية سيئة متوقعة، وذلك من حيث أن مؤشرات أسعار السوق تعكس الحالة التي ستكون عليها الظروف الاقتصادية خلال الفترة القادمة، فهي أداة جيدة للتنبؤ بحدوث الكساد، أو بالخروج منه، ولقياس الحالة التي عليها أسواق رأس المال، و كذا قياس حال السوق بصفة عامة، أو الحالة التي يكون عليها قطاع معين، وهي أيضا أداة جيدة لقياس كفاءة محفظة الأوراق المالية لشركات الاستثمار المتخصصة وتقدير حجم المخاطر لعائد محفظة الأوراق المالية للمستثمر.(1)

الفرع الخامس: **الوظيفة التوزيعية**: تعد هذه الوظيفة من أهم الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، حيث تقوم بوظيفة توجيه وتوزيع المدخرات نحو الاستثمارات المجزية، من خلال خلق الحقوق المالية المقررة على الأوراق المالية والتي بموجبها يحصل المستثمر على العوائد المجزية. (2)

كما تقوم بتوزيع القيم المتداولة على المستثمرين، بعرض مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصا أوسع للاستثمار في مختلف الأدوات، وبأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة .

1ـــ انظر:

ـــ محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم، الدار الجامعية الجديدة للطبع، الاسكندرية2006،ص46

ـــ عبد النافع الزرري وغازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان الأردن 2009 ، ص23

2 ـــ حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراقة للنشر والتوزيع، عمان الأردن2004، ص137

كما توفر كذلك بدائل للنقود، تفوقها في وظيفة الاحتفاظ بالثروة، هي الأسهم والسندات التي تدر على صاحبها عائدا يساوي قيمة الثروة مضروبة في نسبة العائد، بما يمكّن المستثمر من استخدام الدخل المتولد من الثروة المالية في أغراض الاستهلاك أو الادخار، حيث يشكل الادخار حينئذ مصدر تراكم للثروات المالية.

كما يوفر السوق الحماية للمستثمرين في الأوراق المالية من أنواع عديدة من مخاطر تغير سعر صرف العملات وأسعار الفائدة.[6]

إن أهمية وضرورة وجود الأسواق المالية لمختلف دول العالم على اختلاف درجة تقدمها ونموها، تكمن في أن الأوراق المالية بمختلف أشكالها (أسهم بأشكالها وسندات بأنواعها وأوراق مالية أخرى)، ما كان لها أن تؤدي وظائفها بكفاءة في حالة غياب الأسواق التي تتداول فيها.

من خلال الوظائف المنوطة بأسواق الأوراق المالية، يتجلى الدور الذي يمكن أن تلعبه على ثلاث مستويات:

- المستوى الوطني؛
- مستوى المؤسسات؛
- مستوى الأفراد (العائلات و المستثمرين).

المطلب الثاني : الدور الاقتصادي للأسواق المالية

تشير العديد من الدلائل على أن الأسواق المالية تقدّم خدمات من شأنها دفع عجلة النمو الاقتصادي، إذ تؤدي دورا بارزا ومهما في تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز المالي ، فهي تمثل فرصا استثمارية ممتازة وعاملا هاما في جذب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية. إن المشكلة الأساسية التي تواجه غالبية الدول النامية هي انخفاض حجم الاستثمارات بها، لهذا فإن نجاح هذه الدول في تحقيق التنمية يتوقف على مدى قدرتها في زيادة معدلات الاستثمار وبالمستوى الملائم لمعدل نمو السكان فيها، لتبرز هنا مشكلة ضآلة معدلات الادخار بالدول النامية، التي تشكل عقبة أساسية أمام زيادة معدلات الاستثمار، الأمر الذي يدعو هذه الدول إلى الاعتماد على القروض الخارجية اللازمة لتحقيق التنمية الاقتصادية.

---

[6] عبد المنعم السيد علي، نزار سعد العيسى، النقود و المصارف و الأسواق المالية، دار الحامد للنشر، عمان، الأردن، ط1، 2004، ص69

إذا كان الاقتراض من الدول المتقدمة هو إجراء تقتضيه التنمية ومتطلباتها في مراحلها الأولى، فإنه يتعين على الدول النامية أن تعتمد على نفسها اعتمادا كاملا بتعبئة مدخراتها الوطنية، لتوفير الموارد المالية اللازمة للاستثمارات المطلوبة.

إن لوجود أسواقا مالية مزايا عديدة من أهمها: المساهمة في تخفيض تكاليف التمويل بالملكية (رأس المال الخاص ـــ إصدار أسهم) وبالدين (إصدار سندات)، توفير السيولة للمستثمرين، تقليل مخاطر الاستثمار المالي، تسهيل خلق أدوات مالية يتجه إليها ادخار الأفراد والمؤسسات في المجتمع، تحفيز إدارات الشركات على تحسين كفاءاتها في الأداء، والعمل على زيادة الأرباح ومعدلات نموها، تشجيع الاستثمارات الرأسمالية ذات الربحية في الاقتصاد الوطني، إيجاد فرص عمل جديدة تخفض معدلات البطالة، رفع مستويات الدخل، زيادة الإنتاج، تخفيض معدلات التضخم، وتسريع معدلات النمو الاقتصادي .[7]

كما تتولى الأسواق المالية دورا حيويا وهاما في عملية التنمية الاقتصادية، من حيث أنها تشكل قنوات يتم من خلالها تدفق الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض مالية إلى الوحدات التي تعاني من عجوزات مالية، وتحتاج إلى قنوات ملائمة لتلبية متطلباتها التمويلية، سواء تعلق الأمر بالأفراد أم بالمؤسسات أو القطاع الحكومي.

في ضوء هذه الحقائق سنتناول من خلال هذا المطلب دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، مرورا بأهميتها بالنسبة للشركات والمستثمرين الأفراد وكذا المدخرين.

الفرع الأول: دور الأسواق المالية بالنسبة للمستثمر والشركات الاقتصادية : يستلزم تمويل العمليات الاقتصادية تعبئة الأموال المحلية، والعمل على استقطاب الأموال الأجنبية، من أجل توفير السيولة اللازمة، ويعتبر منح عوائد مالية عند مستويات مغرية، من محفزات جذب هذه الأموال نحو سوق الأوراق المالية، لأن المستثمرين غالبا ما يترددون في التخلي عن مدخراتهم لفترات طويلة، وبهذا فإن الاستثمار في الأوراق المالية يعمل على تغذية السوق بالأموال اللازمة، بحيث يستفيد حامل الأوراق المالية (المستـــثمر) من العائد المرتفع، وتستفيد الشركة أو الجهــــــة التي طرحت أوراقها

---

[7] انظر:

ـ عبد الحافظ السيد البدوي ، إدارة الأسواق و المؤسسات المالية- نظرة معاصرة -، دار الفكر العربي، القاهرة من ص 8 إلى ص 12؛

ـ كبية محمد، مؤشرات الأسواق المالية، مؤتمر الأسواق المالية و دورها في جذب الاستمارات، كلية الاقتصاد-جامعة تشرين، 2003، من ص 9 إلى ص 11.

للتداول من تمويل دائم و طويل الأجل. وعليه فإن السوق يؤدي دورا مزدوجا، إذ يستفيد من خلاله المستثمرون من جهة والشركات الاقتصادية من جهة أخرى.

وسوف نفصل ذلك من خلال النقاط التالية :

1- بالنسبة للمستثمر : يقوم المستمر بشراء الأوراق المالية (أسهم وسندات) باستخدام الأموال الفائضة لديه، يسعى بذلك للحصول على دخل قد يتحقق إما عن طريق الأرباح أو الفوائد المتعلقة بالأوراق المالية، أو بفعل المضاربة الناتجة عن تقلبات الأسعار في البورصة.

يُقبل المستثمر على شراء الأوراق المالية طالما يمكنه بيعها في أي وقت واستعادة قيمتها، فالتعامل في سوق الأوراق المالية، يتم من خلال مدخرات الأفراد الطبيعيين والمعنويين، الموظفة في شكل أسهم وسندات، والمعروف أن دوافع الادخار لدى هؤلاء متنوعة، وبصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج إلى أمواله حسب ظروفه، والتي لا تحدد في زمن معين، كما يرغب أيضا في استرداد هذه الأموال دون خسارة محسوسة.(8)

لا يمكن لحامل القيم المالية استرجاع مدخراته من الشركة التي يساهم أو يوظف بها، لأنها قد تحولت إلى موجودات داخل الشركة الاقتصادية، وتبقى على حالها طالما أن نشاط المؤسسة قائما أو استحقاق الدين جاريا، وعليه فحملة الأوراق المالية لهم الحق في التنازل عنها لغيرهم بالبيع في سوق القيم المالية، وبهذه الطريقة يمكنهم تحقيق التوازن بين العرض والطلب، إذ يمكن للمستثمر أن يسترد أمواله في الوقت اللازم، مع احتفاظ صاحب الطلب بالأموال المكتتب فيها لتمويل الاستثمارات المختلفة والاحتياجات الخاصة.

بالإضافة إلى ما سبق، فإن السوق المالي يحفّز عملية الادخار من خلال الامتيازات التي تصل في كثير من الأحيان إلى إعفاءات جبائية على عوائد الأوراق المالية من جهة، وتقديم البدائل الاستثمارية من جهة أخرى، والتي تتمثل في صناديق الاستثمار، بالإضافة لبعض المشتقات المالية مثل الخيارات والمستقبليات، فصناديق الاستثمار تقدم مجموعة من المزايا التي من شأنها جذب صغار المستثمرين أو أصحاب الأموال الذين لا يتمتعون بالخبرة والدراية الكافية التي تمكّنهم من استثمار أموالهم بأنفسهم وأهم هذه المزايا:

1-1- التنويع: تتضمن صناديق الاستثمار تشكيلة واسعة من الأوراق المالية لعدد كبير من الشركات مما يسهم في تخفيض المخاطر التي يتعرض إليها حملة أوراقها المالية.(9)

---

(8)رسمية قرياقص ، عبد الغفار حنفي ، أسواق المال ،الدار الجامعية ، الإسكندرية 2003 ، ص 09

(9) عبد الحق بو عتروس، إدارة و تنظيم بورصة القيم المنقولة ،مؤتمر الأسواق المالية و دورها في جذب الاستمارات، كلية الاقتصاد- جامعة تشرين، 2003، من ص 3 إلى ص4

1-2- الاستفادة من خبرات الإدارة المحترفة: يتعلق ذلك بشكل أساسي بشركات الاستثمار التي تدير صناديق استثمارية، إن قيام إدارة ذات دراية وخبرة كبيرة بتولي شؤون الاستثمار، كاختيار التشكيلة الملائمة، قرارات البيع والشراء، الأوراق المالية، متابعة مستوى المخاطر، من شأنه أن يحقق معدل عائد مرتفع عما يمكن أن يحققه المستثمر العادي، الذي يستثمر أمواله بنفسه. فشركة الاستثمار عادة ما تستخدم مستشارين وباحثين استثماريين محترفين، مما يمكنها من إدارة استثماراتها بمستوى عال من الكفاءة، إضافة إلى أنه نتيجة ضخامة الصفقات التي تعقدها، يكون موقفها التفاوضي مع بيوت السمسرة قويا، مما يسهم في تخفيض عمولة السمسرة.

1-3 – الملاءة والمرونة: يتجلى ذلك في صناديق الاستثمار من خلال اتفاق أهداف صندوق الاستثمار وسياسته المعلنة، مع أهداف صغار المستثمرين وظروفهم ومتطلباتهم، حيث يستطيع المستثمر تحويل استثماراته من صندوق إلى آخر، مقابل رسوم ضئيلة في حال تغير أهدافه الاستثمارية عبر الزمن كما يستطيع المستثمر أن يبقي رأس المال المستثمر ويسحب فقط الدخل المتولد عنه، كما يستطيع أن يشتري أسهم شركات الاستثمار على دفعات.(10)

2- بالنسبة للشركات الاقتصادية : يمكّن السوق المالي الشركات المقيّدة على مستواه من الحصول على ما تحتاجه من سيولة وتمويل طويل الأجل، حيث أن الإقبال على شراء الإصدارات الجديدة لشركة مقيدة بالسوق، يكون أكبر مما لو كانت الإصدارات لشركة غير مقيدة به، وعليه فإن قيد الشركات وتعاملها عن طريق سوق القيم المنقولة، يعتبر نوعا من الاعتراف بقدرة الشركة، وكفاءتها وضمانا لربحيتها.

يستوجب التعامل على مستوى السوق من طرف الشركات، الالتزام بتقديم كافة المعلومات والبيانات المرتبطة بنشاطها ووضعيتها، وهو ما يخلق درجة من الاطمئنان والثقة في نفس المستثمر، الأمر الذي يدفعه إلى اقتناء إصداراتها دون غيرها، وبهذه الطريقة تتمكن الشركات الاقتصادية من الحصول على ما تحتاجه من سيولة لتمويل مشاريعها واحتياجاتها.

يلعب السوق المالي دورا كبيرا في خلق السيولة، حيث تحتاج العديد من الاستثمارات المربحة إلى التزام طويل الأجل بتوفير رأس المال، ولكن المستثمرون وخاصة حملة الأسهم لا يخططون للاحتفاظ بالأسهم التي يمتلكونها إلى الأبد، في حين لا يمكنهم استرداد قيمتها من المؤسسات التي أصدرتها . ولكن وفي ظل سوق الأوراق المالية، بإمكان هؤلاء المستثمرين الحصول على السيولة النقدية من خلال بيع تلك الأوراق المالية بسرعة ويسر، إذا ما احتاجوا إلى استرداد مدخراتهم ، ومن خلال

---

(10) انظر: كبية محمد ،**مؤشرات الأسواق المالية** ،مؤتمر الأسواق المالية ودورها في جذب الاستثمارات- كلية الاقتصاد- جامعة تشرين- 2003, من ص9 إلى11.

هذه السيولة التي يوفرها سوق الأوراق المالية، يصبح الاستثمار أقل مخاطرة وأكثر ربحية، مما يؤدي إلى زيادة الاستثمارات[1]

من خلال هذا يمكن القول أن أسواق الأوراق المالية تلعب دورا هاما بالنسبة للشركة المقيدة فيها،

والتي قد استوفت الشروط والقوانين الساري العمل بها، ونذكر أهميتها فيما يلي :

2-1- الاستثمار في الأوراق المالية: تعد أسواق الأوراق المالية مجالا واسعا لجميع الشركات، سواء التي لها فوائض مالية ، أو تلك التي تعاني من عجز مالي، ويمكن لها اللجوء للسوق لتلبية حاجاتها، سواء بإصدار الأسهم والسندات، أو القيام بشراء القيم المعروضة، وبالتالي تحقيق عائد مالي .

تؤدي الأسواق المالية وظيفة التمويل طويل الأجل، من خلال جلب الفوائض المالية المختلفة للأعوان الاقتصادية بطرق وكيفيات متنوعة، على نحو تحقق لكل مستثمر استثمار أو توظيف مدخراته من حيث حجم المبلغ أو من حيث المدة. كما أن قيمة المدخرات التي يمكن تعبئتها تعتمد أساسا على مركز الشركة في السوق، ولا يمكن أن يتم تعبئة المدخرات بصورة فعالة إلا باجتذاب الشركات المصدرة للأوراق المالية.

2-2 – وسيلة لزيادة رأسمالها: تلجأ الشركة عند الحاجة لزيادة رأسمالها إلى تمويل إضافي عن طريق إصدار أوراق مالية إضافية في السوق الأولي، ليكتتب فيها الأفراد والمتعاملون، ويتم تداولها في السوق الثانوي، مما يسمح بزيادة رأس مال الشركة وتوسيع قاعدة المساهمين.

عادة ما يتم تكوين رأس مال اجتماعي لمؤسسة من قبل شخص أو أكثر، بمساعدة الهيئات المالية أو بدون مساعدة، بالقدر الذي يحقق معه انطلاق الأنشطة، وتكون الشركة بحاجة إلى أموال إضافية عندما تريد توسيع أنشطتها، وبالتالي فإن اختيارها التمويل الإضافي عن طريق السوق المالي يستدعي بالضرورة فتح رأس المال الاجتماعي.

تعتبر هذه العملية مهمة لتنشيط الاقتصاد، كما أن الاقتطاعات من الأرباح غير الموزعة، وكذا الاحتياطات التي قد تحتاج إليها الشركة لرفع استثماراتها، قد تساهم في زيادة رأس مالها، إما بتوزيع

---

1 ـــ زيدان محمد نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية، الجزائر ، المعوقات والآفاق، الملتقى الدول حول سياسات التمويل وأثر على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر، بسكرة يومي 2006/11/22/21.

أسهم مجانية على المساهمين أو بقيمة أدنى بكثير عن القيمة السوقية للأسهم، وعليه يرتفع رأس مال المساهم و يزيد حجم رأس المال الاجتماعي للشركة المتداول في سوق الأوراق المالية.[11]

2-3- تأمين جو المنافسة: يتمثل جو المنافسة الذي توفره الأسواق المالية من خلال حرية التعامل والمبادلات، والعقلانية والالتزام بالجانب الأخلاقي، وكذا وجود عرض وطلب كثيف، وذلك قصد تحقيق مستوى أسعار طبيعي، كما تتيح هذه الأسواق فرصة قيام الشركات بنشاط في سوق مالي قائم على المنافسة التامة، طالما أن بيع وشراء الأوراق المالية يتم عند مستويات أسعار متفاوض عليها في تسعيرة السوق، وبالتالي يتميز الوضع بأن جميع الأسعار التي تتم بموجبها الصفقات تعلن بطريق ظاهرة، وتسجل في سجلات وتطبع في نشرات مما يحد من حدوث مضاربات .

2-4- تقييم وضع الشركة : تقوم الأسواق المالية بعملية التقييم الدائم لأوضاع الشركة، فالتغير في قيمة السهم أو السند تعد وسيلة هامة للتنبؤ بأوضاع الشركة المستقبلية، وإمكانية تحقيق أرباح إضافية وتنمية مواردها المالية .

يساهم السوق في تشجيع تأسيس شركات المساهمة ذات الميزة التشاركية، التي تتلاءم مع طبيعة العادات الادخارية، حيث تتيح شركات المساهمة للمواطنين توظيف رؤوس أموالهم الصغيرة وتجميعها ضمن رأس مال الشركة الكبير، الذي يمكّنها من القيام بمشروع تنموي هام. ويساعد ذلك على زيادة حصيلة ضريبة الدخل ويقلل أعباء الدوائر المالية في التدقيق ويوفر فرص عمل جديدة، أي تخفيض معدل البطالة.[12]

يتأثر سعر القيم المتداولة بجملة من العوامل الاقتصادية، والاجتماعية والسياسية، وتوجد هناك عدة تقنيات تسمح بمعرفة قيمة الشركة وفي أي وقت، ويمكننا أن نميز بين ثلاثة (03) أنواع من التحاليل لقياس قيمة الأصول وهي:

- التحليل الاقتصادي: ويتمثل في دراسة الوضعية الاقتصادية و الهيكلية للمؤسسة؛
- التحليل المالي: من خلال دراسة الميزانية المالية وتحليل مؤشرات التوازن المالي؛
- التحليل البورصي: والذي يتم من خلال التحليل الأساسي والفني.

---

[11] وليد أحمد صافي، "الأسواق المالية العربية الواقع و الآفاق، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر،2003، ص20(بتصرف)

[12] ياسر بوحسون، واقع و آفاق الشركات المساهمة في سوريا- مجلة بحوث جامعة حلب، سلسلة العلوم الاقتصادية، العدد 7، 2001،ص 4

يوفر التسجيل في السوق المالي لشركات المساهمة عددا من المزايا، إذ يعدّ التسجيل بحد ذاته إعلانا مجانيا للشركة، يتوقع أن يكون له أثره الإيجابي على المبيعات وبالتالي على رقم الأعمال، وتزداد فاعلية الإعلان كلما كان التعامل على أوراق الشركة نشطا.

كما تكسب عملية القيد على مستوى تسعيرة السوق، الشركات مظهرا من مظاهر الهيبة، عن طريق إشهارها في المجلات الدورية التي تصدرها الهيئة المسيرة للبورصة، بحيث يمنحها قبول إدراجها ضمن تسعيرة السوق الثقة في حركة أسعار الأوراق المالية، أي أن التغيرات لا تكون مفتعلة ولا تقوم على الخداع أو الغش من قبل المتعاملين.

كما يشجّع تسجيل الأسهم المستثمرين على التعامل فيها، ذلك أن الأسهم المسجلة تمكّنهم من الحصول على معلومات مستمرة عن الشركة المصدرة لها، وحجم التعامل على أسهمها وأسعار الإقفال والافتتاح.

يعطي التسجيل انطباعا إيجابيا عن المركز المالي للشركة، مما يسهل عليها الحصول على ما تحتاجه من موارد مالية بحد أدنى من التكلفة.

تتم عملية شراء وبيع الأوراق المالية ـــ سواء كانت مسجلة أو غير مسجلة ـــ من خلال السماسرة الذين يحصلون على عمولاتهم في جميع الأحوال، إلى جانب أن إجراءات الإصدار واحدة في الحالتين، بمعنى أن التسجيل لا ينطوي على أعباء إضافية في هذا الشأن.

كما تجدر الإشارة إلى أن هامش الربح عند المضاربة الذي يحققه المتعامل على السهم المسجل في السوق، عادة ما يكون منخفضا بالمقارنة مع الهامش الذي كان يحصل عليه قبل التسجيل. وحيث أن انخفاض الهامش يعني تقارب سعر شراء الورقة وسعر بيعها ، أي انخفاض الفرق السعري يمكّن من الادعاء بأن تسجيل الورقة المالية يعني أن المتعامل يشتريها بأعلى سعر ممكن وهو ما يحمل في طياته تعظيم القيمة السوقية للورقة المالية وتعظيم ثروة الملاك بالتبعية.[13]

الفرع الثاني: دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية : تتطلب عملية التنمية الاقتصادية في أي دولة تجميعا لرؤوس الأموال، حيث أنه من غير الممكن أن تتحقق معدلات التنمية المنشودة في غياب التكوينات الرأسمالية. ونظرا لكون البنوك التجارية لا تستطيع بمفردها الاضطلاع بتمويل الاستثمارات متوسطة وطويلة الأجل لقلة الأرصدة المتاحة لديها، كما أن قيامها بتمويل الاستثمارات بالعملة الوطنية قد يترتب عليه آثارا تضخمية. هنا تبرز أهمية أسواق الأوراق المالية في عملية التنمية الاقتصادية كأحد الآليات الهامة لتجميع المدخرات وامتصاصها من الأفراد، والشركات، والقطاع العام وتوجيهها

---

[13] منير ابراهيم هنيدي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف،الاسكندرية، مصر 1997، ص 98-99

لمسارها الصحيح. هذا علاوة على أنها تقوم بتحويل رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى القطاعات ذات العجز التي تفتقر إلى السيولة اللازمة لتمويل الاستثمارات متوسطة وطويلة الأجل التي تخدم بدورها أهداف التنمية في أي دولة(14) .

إن الدور الاقتصادي الذي تلعبه الأسواق المالية يرتبط أساسا بجانبها المالي، حيث أن مشاركة رؤوس الأموال الأجنبية في الاستثمارات المحلية، يزيد من مردودية الشركات الاقتصادية الخاصة والعامة وهذا ما يعود بالإيجاب على الاقتصاد الكلي ليوجهه نحو الانتعاش والتسريع من وتيرة التنمية. هذا الهدف الذي تسعى إليه العديد من البلدان، التي أصبحت اليوم تولي اهتماما أكبر لسوق الأوراق المالية لبلوغ غايتها المرجوة، وفي هذا الصدد سنحاول معرفة الدور الأساسي لهذا السوق في الحياة الاقتصادية

تؤدي الأسواق المالية دورا هاما في الحياة الاقتصادية، إذ تعمل على تعبئة المدخرات وتوظيفها على المدى الطويل، وأصبحت بذلك مقياسا للادخار والاستثمار، بحيث تعد الأسواق المالية أداة الدولة في تحقيق مجموعة من الأهداف، ويتضح دورها في ما يلي:

1– السوق المالي حلقة تمويل الاقتصاد الوطني : إن الدور القاعدي الذي يلعبه السوق المالي، هو تحويل جزء من الادخار بهدف المساهمة في تمويل الاقتصاد الوطني، وذلك عن طريق جمع رؤوس الأموال من الأعوان الاقتصاديين، الذين يحوزون على قدرات (فوائض) ماليه.

يقدم السوق المالي لمؤسسات الدولة والإدارات العمومية الموارد المالية الضرورية على المدى الطويل لتجسيد مشاريع الاستثمارات أو التوظيفات أو التعديلات المالية العمومية (حالة عجز مالي).

يعتبر الرجوع إلى السوق المالي من الشروط الطبيعية من أجل تمويل متوازن للتنمية [15]، فهو بذلك يسمح بنمو الشركات، وتدعيم الدولة بوسائل إضافية للقيام بدوره في المجالات الاقتصادية والاجتماعية، بحيث يساهم السوق المالي في تمويل استثمارات الشركات، حتى وإن لم يكن دوره مطلقا أو احتكاريا، فمشاركته تظهر جد هامة في النظام المالي مع تحقيق النقاط التالية:

– الدعم الذي يقدمه في تزايد مستمر؛

– رأس المال طويل الأجل الذي يجمعه السوق ، يعتبر ذو أهمية بالغة خاصة بالنسبة للبلدان التي يكون التمويل الذاتي فيها ضعيفا؛

– ينشئ السوق المالي حلقة مباشرة بين المدخر الذي يطمح إلى توظيف رؤوس أمواله والمستثمر الذي هو بحاجة لهذه الأموال(16) .

---

(14) سمير عبد الحميد رضوان،أسواق الأوراق المالية و دورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالي للفكر الإسلامي،1996،ص5

15 *A. CHOINEL. OPcit P28*

(16)*B.JAQUELLOT et B. SOLNIK, « Marchés Financiers Gestion de Portefeuilles et des Risques », (Paris : DINOD, 3° Edition, 1997) P10-11,*

ومن المميزات التي يقدمها السوق لتحفيز الاستثمار والتوظيف فيها.

1-1- تحقيق السيولة: تلعب أسواق الأوراق المالية دورا حيويا في عمليات التمويل المالي للمشاريع الاقتصادية المختلفة في معظم الاقتصاديات المتقدمة وبعض الاقتصاديات النامية، إذ ارتبط دورها الريادي بتعبئة الموارد المالية والمدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة، وذلك من خلال شبكة الخدمات المالية الواسعة والمتنوعة التي تنظمها وتديرها وتقوم بتهيئتها للوحدات الباحثة عن رؤوس الأموال.

إن إيجاد أسواق مالية متطورة بأدائها وأدواتها، قادرة على الاستجابة السريعة لمتطلبات الاقتصاد من حيث السيولة وموارد التمويل التي تحتاج إليها الاستثمارات بالحجم والتوقيت الملائمين، باتت ضرورة حتمية لمواجهة التغيرات المحلية و الدولية.

قد يحتاج المستثمر في الأوراق المالية، في أي لحظة، إلى أمواله ولأسباب متعددة، كحدث طارئ يجبره على سداد جزء أو كل ديونه، أو الاستثمار في أوراق مالية أخرى أكثر مردودية، فهو يحاول دائما الاستثمار في أوراق مالية سائلة.[17] يستطيع المستثمر بذلك تحويل جزء من أو كل رؤوس أمواله الموظفة إلى نقود سائلة لمواجهة تلك الحاجة أو تحويل استثماره إلى أوراق أخرى وهذا ما يعرف بحركة الادخار[18] .

إن الدور الثاني الذي يلعبه السوق المالي، تكميلي للدور الأول، ويتمثل في الضمان الذي يقابل تخوف الادخارات من التجميد، الأمر الذي يؤدي إلى ترددها في الإقبال طالما لم تكن متأكدة من قدرتها على التحول إلى سيولة.

إن التوظيفات على مستوى السوق المالي مميزة بالمقارنة مع الأنواع الأخرى من الاستثمارات، كأصول حقيقية كونها مباشرة منقولة ، فمالك ورقة مالية مسعرة في البورصة، يملك آليا إمكانية البيع لمستثمر آخر.

تتطلب سيولة ورقة مالية قدرة من المتدخلين في إيجاد المقابل لعملياتهم، أما في حالة غياب هؤلاء المتدخلين فإن السيولة لا يحصل عليها إلا بوجود سوق واسع بما فيه الكفاية، أي بوجود كمية هامة من الأوراق المتداولة والموضوعة تحت تصرف العامة، وبكثافة المبادلات، الأمر الذي لا يؤدي إلى حركات غير نظامية للتسعيرات.

يعتبر خطر السيولة في السوق المالي كبيرا في حالة تمركز المتعاملين، وكذلك قلة القيم المتعامل بها أو ذات مواصفات متجانسة [19] .

---

[17]: *نقول عن ورقة مالية أنها سائلة إذا ما استطاع المتعاملون فيها شراء و بيع كميات معتبرة منها في أي وقت أي حسب رغبة و طلب المتعاملين*

[18]: P. CONSO et A. BOUKHEZAR. OPcit. P30

[19]A. CHOINEL. OPcit. P30

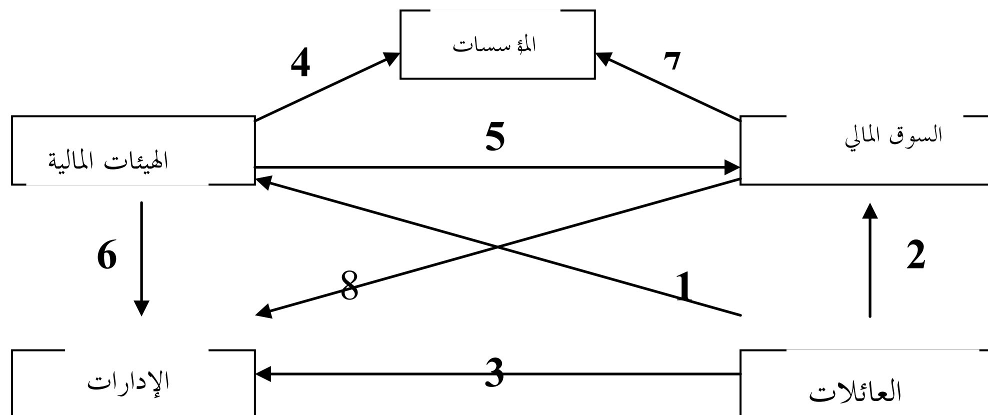
2-1- الوساطة بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي : يؤدي السوق المالي وظيفة اقتصادية هامة تتمثل في تحويل الأرصدة النقدية من مجرد مدخرات متراكمة إلى استخدامات إنتاجية، تعمل على زيادة حجم القاعدة الإنتاجية، وزيادة فرص العمالة، مما يخلق دخولا جديدة تزيد الطلب على المنتجات، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة فعالية الاقتصاد ورفاهية المجتمع، ولعل في هذه الوظيفة تقليلا من مخاطر الاقتراض الخارجي وأزمات المديونية الخانقة.

نقصد بذلك المساعدة في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض (المقرضين) إلى الفئات التي لديها عجز (المقترضين). فالمقرضون يقومون بتخفيض نفقاتهم الاستهلاكية الحالية مقابل الحصول على دخول أعلى في المستقبل عند حلول آجال استحقاق تلك القروض، وعندما يقوم المقترضون باستخدام تلك الأموال المقترضة في شراء وتأجير عناصر الإنتاج، فإنهم سوف ينتجون دخولا أعلى، وبالتالي زيادة مستوى المعيشة ليس فقط للمقترضين بل لكل فئات المجتمع.

يسمح السوق المالي كسوق أولي، بالتحويل المباشر لادخار العائلات إلى موارد طويلة الآجل للجماعات العمومية والخاصة.

تقوم المؤسسات مقابل رؤوس الأموال المجمعة على مستوى هذا السوق بإصدار قيما منقولة والمجسدة لحقوق يتحصل عليها أصحاب رؤوس الأموال .[20]

شكل رقم (1) : دور السوق المالي في تحويل الأموال



Source : *B.JAQUILLAT et B. SOLNIK, « Marchés Financiers Gestion de Portefeuilles et des Risques », (Paris : DINOD, 3° Edition, 1997), P9.*

يمثل البيان التدفقات الصافية بين مختلف الأعوان الاقتصاديين.

يسمح التدفق الصافي باختصار مجموع حركات رؤوس الأموال المتداولة بين الأعوان إلى عدد صغير من التدفقات، والتي تمثل رصيد هذه الحركات.

---

[20] *B.JAQUILLAT et B. SOLNIK, « Marchés Financiers Gestion de Portefeuilles et des Risques », (Paris : DINOD, 3° Edition, 1997), P9.*

تنطلق كل التدفقات النقدية من الأعوان ذوي القدرات التمويلية إلى ذوي الاحتياجات التمويلية. فقط التدفقات الهامة والمرقمة من 1 إلى 8 التي تظهر على الشكل البياني.

التدفقات الصافية المتأتية من العائلات عددها ثلاثة :

– التدفق 1 يمثل رؤوس الأموال المودعة من طرف العائلات لدى الهيئات المالية، إيداعات آجلة أو عاجلة في البنوك، في صناديق الادخار...

– التدفق 2 يشمل اقتناءات القيم المنقولة من طرف العائلات في السوق المالي.

– التدفق 3 يمثل أساسا إيداعات العائلات عند الإدارات من شيكات بريدية، إصدار لسندات الخزينة...

التدفقات الصافية المتأتية من الهيئات المالية هي كذلك عددها ثلاثة :

– التدفق 4 يخص القروض المقدمة من طرف الهيئات المالية للمؤسسات .

– التدفق 5 يضم اقتناءات الأسهم والسندات التي قامت بها الهيئات المالية في السوق المالي، حيث غالبا ما تعتبر شركات التأمين أهم مصدر فيه .

– التدفق 6 يمثل سندات الخزينة المشتراة من طرف البنوك والوسطاء الماليين الآخرين، كذلك القروض المباشرة والمقدمة من طرف صندوق الإيداعات ومؤسسات التأمين للجماعات المحلية.

لا يعتبر السوق المالي عونا بمفهوم المحاسبة الوطنية، لكنه يسمح بتلاقي طالبي وعارضي رؤوس الأموال على المدى البعيد.

هناك تدفقان متأتيان من السوق المالي:

– التدفق 7 وهو الأهم، حيث يخص إصدارات الأسهم والسندات الموجهة للشركات، سواء أكانت من القطاع العام أو الخاص.

– التدفق 8 يمثل تمويل الإدارات عن طريق إصدار السندات في السوق المالي من اقتراضات الدولة اقتراضات الجماعات المحلية مثل الولايات، البلديات ومنظمات أخرى كالغرف التجارية.[21]

يقوم السوق المالي بتعبئة المدخرات مع توفير درجة من السيولة لكل من المدخرين والمستثمرين، إذ يترتب على عملية التمويل في السوق تسييل الأوراق المالية وتحويلها إلى أموال قابلة للاستثمار في مختلف قطاعات الاقتصاد الوطني، كما أن إصدار الأوراق المالية بالبورصة يشجع على تعبئة المدخرات[22]

---

[21] نوال بن لكحل ،الأسواق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية مع دراسة حالة بورصة الجزائر، رسالة ماجستير،جامعة الجزائر/ كلية الاقتصاد،2001،ص35

[22] انطوان الناشف – خليل الهندي ،العمليات المصرفية و السوق المالية : الجزء الثاني ، المؤسسة الحديثة للكتاب،طرابلس-لبنان ،2000 ،ص45.

1-3- المردودية : عادة ما تكون مردودية الأوراق المالية المتعامل بها على مستوى السوق المالي، أكثر مردودية من تلك التي تقدمها الهيئات المالية الأخرى في سوق رؤوس الأموال. فالهدف من الاستثمارات التي يقوم بها الأفراد والمؤسسات المختصة هو أساسا، الحصول على عائد مرضٍ، فلولا ذلك لما أقدم هؤلاء على المخاطرة بأموالهم.

يتخذ هذا العائد شكل فوائد وأرباح ، أو فوائض في القيمة وذلك حسب صيغة الاستثمارات المختارة.

إذن الهدف الرئيسي الذي تقوم عليه الأسواق المالية هو تجميع الادخار على المستوى الوطني ومحاولة تنظيمه عبر قنوات محكمة، قصد تجديده واستعماله في تمويل مختلف أنشطة الاقتصاد الوطني فللمدخرين الحرية في التدخل المباشر في السوق المالي أو عن طريق الوسطاء والحصول على الأوراق المالية المرغوب الادخار عن طريقها، وبالتالي يعتبر السوق المالي أداة فعالة لجمع وتوظيف الأموال المدخرة، وعليه تلتزم السلطات العمومية بحماية ذلك الادخار من الانتهازيين والمضاربين، وزرع الثقة لدى المدخر حتى يتزايد حجم الادخار.

كما أن تعريف وإعلام الجمهور بأهمية الادخار، عموما، والاستثمار في السوق المالي عن طريق شراء القيم المنقولة خاصة، يعتبر بالغ الأهمية في عملية التنمية الوطنية، ويكون هذا مقرونا بالتحفيزات المقدمة من طرف السلطات العمومية من تشريعات ضريبية ووقائية ومنح الضمانات الكافية للمدخرين (23)

1-4- تخفيض تكلفة المعلومات : تدفع الأسواق المالية الواسعة وعالية السيولة إلى حيازة المعلومات وتقدم أساليب الفرز والرصد، حيث تقوم هذه الأسواق بجمع المعلومات وتعميمها بما يعكس أسعار الأوراق المالية. كما توفر مؤسسات التصنيف الائتماني البيانات والمؤشرات عن ملاءة المقترضين وجدوى المشروعات وفرص الاستثمارات المربحة، الأمر الذي يساعد المدخرين والمستثمرين على اتخاذ القرار الصحيح، منتفعين بمزايا اقتصاديات الحجم التي تحققها المؤسسات المالية في عمليات البحث عن المعلومات وتحليلها وتفسيرها.

1-5- دور الأسواق المالية في زيادة الادخار: تقوم الأسواق المالية بتنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، حيث يشجع سوق رؤوس الأموال على تنمية عادة الادخار الاستثماري خاصة بالنسبة لصغار المدخرين، الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة، ومن ثم فإنهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم، وهذا

---

(23) *P. CONSO et A. BOUKHEZAR. OPcit. P31*.

ما يساعد على خدمة أغراض التنمية والحد من التضخم، كما يساعد على توجيه المدخرات نحو الاستثمارات الملائمة وفقا لاتجاهات الأسعار.

يعتبر الادخار المصدر الأساسي لتمويل الاستثمارات، إلا أن أثر تطور السوق المالي على معدلات الادخار قد يكون ايجابيا أو سلبيا، وبالتالي فإن الدور الذي يلعبه تطور الأسواق المالية على معدلات النمو مازال محل نقاش .

يقوم قطاع الوساطة المالية بتعبئة المدخرات من القطاع العائلي، عن طريق توفير تشكيلة واسعة من الأوعية الادخارية، تتيح للمدخر الاختيار فيما بينها، ومن ثم توجيه المدخرات نحو أفضل استثمار لها، ومن أهم الخصائص التي تميز قطاع الوساطة المالية، هو توفيره لعنصر السيولة، التي تمكّن الأفراد من تسييل أصولهم في أي وقت، دون تحمل خسائر رأسمالية، وهو عنصر هام لجذب المدخرات، لأن الغالبية العظمى من المدخرين لا تحبذ التعامل في الاستثمارات ذات الأجل الطويل، ذلك لأنها وإن كانت تتميز بالعائد المرتفع، إلى أنها منخفضة السيولة، وهو ما يعرض المدخر لصعوبة بالغة في التخلص من الأصول إذا ما تعرض الاستثمار لأي أزمة طارئة.

إن عملية تحويل الموارد من قطاعات الفائض إلى قطاعات العجز تنطوي على تكاليف وإهدار للموارد، متمثلا في الفرق بين معدل الإقراض والاقتراض، تكلفة المبادلات، والعمولات، وكلما زادت القوى الاحتكارية في القطاع المالي كلما ارتفعت نسبة الموارد المتسربة، مما يؤثر سلبا على معدلات النمو.كما تظهر دراسة قام بها كل من روبنيني و صالامارتن عام 1993، أن الكبح المالي الذي تمارسه حكومات بعض الدول النامية، يزيد من كمية الموارد المهدرة، حيث تحصل الحكومات على هذه الموارد في صورة ضريبة تضخم بدلا من توجيهها إلى استثمارات منتجة. [1]

كما أن القطاع المالي الذي لا يتميز بالكفاءة، يجبر القطاع العائلي على التحول إلى القطاع غير الرسمي، وهو ما يؤدي إلى تسرب المدخرات .

إن المؤسسة المالية التي لا تتمتع بقدر كافٍ من التطور، تفشل في القيام بدور الوساطة بطريقة فعالة، وهو الأمر الذي يؤدي إلى حدوث اضطرابات في القطاع المالي، مثل تحديد الحكومة لسقوف معدلات الفائدة، وتلك الاضطرابات تؤدي إلى إضعاف ثقة المدخرين في القطاع، وهو ما يدفعهم إلى التحول لقنوات أخرى ،كالادخار بواسطة أدوات سلبية مثل الذهب والعقارات، أي أن عدم تطوير القطاع المالي يؤدي إلى ابتعاد الادخار عن تمويل الاستثمارات، وهو ما يؤثر سلبا على النمو.

---

1 - AKA-BROU EMMANUEL ; le rôle des marches de capitaux dans la croissance et le développement économique ,thèse de doctorat en sciences économiques université d'auvergne Clermont Ferrand I, France,2005,P 18

يجب ملاحظة أن قرار الادخار بالنسبة لقطاع العائلات يعتمد على المفاضلة بين الاستهلاك الحالي والاستهلاك في المستقبل، فارتفاع العائد على الادخار يجعل الاستهلاك في المستقبل أرخص نسبيا

وهو ما يحفّز القطاع العائلي على التضحية بالاستهلاك الحالي في سبيل الاستهلاك في المستقبل، هذا ما يعرف بأثر الإحلال، لكن في ذات الوقت ارتفاع العائد يشعر الأفراد بأنهم أكثر دخلا، وهو ما يشجعهم على زيادة الاستهلاك في الوقت الحالي، فيما يعرف بأثر الدخل. يعتمد أثر نمو القطاع المالي على الادخار على أي من الأثرين سيطغى على الآخر.

تكون تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخر لخدمة الاقتصاد الوطني. حيث يشجع سوق الأوراق المالية على تنمية عادة الادخار الاستثماري، خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة، ومن ثم فإنهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم، وهذا يساعد على خدمة أغراض التنمية والحد من التضخم، كما أنها تساعد على توجيه المدخرات نحو الاستثمارات الملائمة (سواء في الأسهم أو السندات) وذلك وفقا لاتجاهات الأسعار.

إن تواجد سوق أوراق مالية كفء تعبر فيه أسعار الأوراق المالية عن قيمتها الحقيقية، من شأنه اجتذاب قدرا كبيرا من المدخرات، حيث يكون المدّخر على دراية بقيمة الورقة المالية التي يقوم بشرائها، وبالتالي يؤدي اجتذاب المدخرات إلى التقليل من الاعتماد على القروض كمصدر لتمويل الاستثمارات، فاعتماد الاستثمارات على القروض بدلا من التمويل عن طريق إصدار أوراق مالية، قد يؤدي إلى اختلال في الهياكل التمويلية للعديد من الاستثمارات، وهذا الأمر له آثار سلبية ليس فقط على مستوى المشروعات الفردية، ولكن على مستوى الاقتصاد ككل. لذلك قامت الكثير من الدول النامية بتقوية ودعم أسواقها المالية حتى تتمكن من اجتذاب المدخرات المحلية من ناحية واجتذاب الاستثمارات الأجنبية من ناحية أخرى .[(1)]

لقد اتجهت الكثير من أسواق الأوراق المالية الناشئة، إلى التكامل مع أسواق المال الدولية لما للتكامل من فوائد، فهو يمثل أحد مصادر تنويع التمويل الخارجي للمؤسسات، لذا يجب أن تستعد الأسواق الناشئة لمواكبة نتائج هذا التكامل، والتي تتمثل في انسياب المعلومات بين الأسواق العالمية والأسواق الناشئة .

1 ـ ناصر سناجقي، سمات الأسواق المالية العربية ومتطلبات تطويرها، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة البليدة 2008/2007 ، ص21

لابد من توفر عنصر الكفاءة للأسواق الناشئة، حتى تتمكن أسعار الأوراق المالية من التحرك بالسرعة المطلوبة كاستجابة لتوافر المعلومات، وبالتالي تستقطب الأسواق الناشئة قدرا أكبر من رؤوس الأموال الأجنبية، التي تتجه نحو المشروعات الأكثر كفاءة، والأكثر ربحية، هذا ما يؤدي إلى التأثير على معدلات النمو في الأسواق الناشئة .

يوفر سوق الأوراق المالية الميل للادخار، من خلال ما توفره من مجموعة كبيرة من الخيارات لوحدات الفائض، كتوفيرها لأصول مالية تعتبر أكثر جاذبية من نواحي السيولة والعائد والمخاطرة ومن ثم فهو يشجع الوحدات ذات الفائض لتقليل الإنفاق الاستهلاكي لصالح الادخار.

تشير التقارير إلى أن نسبة ادخار المواطنين في الدول المتقدمة تتراوح ما بين 10% إلى 15% من دخولهم ، يتم توجيهها إلى التوظيفات المالية للأجل البعيد.[1]

1-6- دور السوق المالي في استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية : يسعى سوق الأوراق المالية إلى جلب الاستثمارات الأجنبية بإتباع طرق مختلفة أهمها: منح فوائد مرتفعة ومغرية، وتبيان مكانة الشركات المقيدة لديها. حيث أن انضمام الشركة إلى هذه السوق يخلق لها مكانة خاصة بين الشركات ويدل على أوضاعها الاقتصادية الجيّدة ومركزها المالي المقبول.

إن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تعمل على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد المستقبل، مما يخلق مصدرا ماليا تتمكن من خلاله الشركات من تمويل مشاريعها[2]. وخير دليل على أهمية رؤوس الأموال الأجنبية في الانتعاش الاقتصادي، تجارب البلدان الناشئة في جنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية التي تشهد أسواق الأوراق المالية بها ديناميكية كبيرة.

2- دورا لأسواق المالية في تمويل خطط التنمية : تساهم الأسواق المالية في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في ذلك السوق، حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة ازدياد لجوء الحكومات إلى الاقتراض العام من أفراد المجتمع، لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، عن طريق إصدار السندات وأذونات الخزينة العامة ذات الآجال المختلفة وقد صارت هذه الصكوك مجالا لتوظيف الأموال لا تقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى.[3]

تقوم الأسواق المالية بدور أساسي في تحقيق التنمية الشاملة في الاقتصاد، باعتبارها القناة التي تمر منها رؤوس الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز لأجل تمويل المشاريع

---

[1] http//www. Annaba.org/ nba 59 / asoaq . htm 26/2/2006

[2] فريد النجار ،" البورصات و الهندسة المالية "، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 1999، ص 16.

3 - أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية ،2006 ، ص31

وتحقيق حركية في الاقتصاد، فالسوق المالي يعتبر جهازا ماليا هاما لتوزيع الادخار على مختلف الوحدات الاقتصادية التي تحقق الاستثمارات باعتباره سوقا منظما يقوم على المنافسة.

تقدم أسواق الأوراق المالية خدمات من شأنها دفع عجلة النمو الاقتصادي، حيث يؤدي وجودها إلى خفض تكلفة تحريك المدخرات من العارضين إلى الطالبين لها، وتسهيل الاستثمار باستخدام طرق أكثر إنتاجية، كما يضمن السوق تمويل الاستثمارات طويلة الأجل وعدم فقدان المدخرين لسيطرتهم على مدخراتهم. [1]

3– التنبؤ بحالة الاقتصاد الوطني لاتخاذ الإجراءات المناسبة : تساعد الأسواق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الاقتصاد الوطني وتسجيلها، حيث يعبّر حجم المعاملات عن أهمية الأموال السائلة المتداولة.[2]

تعد مؤشرات الأسهم مقياسا للأداء الاقتصادي، حيث غالبا ما تستعمل الأسواق المالية كمرآة للاقتصاد الوطني من خلال تفاعل قوى العرض والطلب، وتأثر هذه القوى بالحالة الاقتصادية، فالمؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق المالي، يعد من المؤشرات السابقة للأحداث، باعتبار أن أسعار الأسهم هي انعكاس لتوقعات الأحداث الاقتصادية التي ستسود مستقبلا، وعليه فإن التحرك في مستوى المؤشر سوف يعكس الوضع الاقتصادي الذي سيسود[3]، فهو بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لاتخاذ الترتيبات اللازمة والإجراءات التصحيحية عندما يلزم الأمر. إن انخفاض أسعار الأوراق المالية يعد مؤشرا على إقبال الاقتصاد على مرحلة كساد، وارتفاع أسعارها عن قدوم مرحلة انتعاش، كما أن بداية انخفاض المؤشر يعد دليلا على نهاية فترة انتعاش كان يعيشها الاقتصاد الوطني.

يأتي دور الدولة تبعا لتلك التغيرات، إذ يتعين عليها صنع سياسات اقتصادية قادرة على معالجة الأزمات التي يمر بها اقتصادها، باعتماد السياسات المالية والنقدية الكفيلة بتأخير قدوم الكساد وإطالة فترة الانتعاش.

في دراسة للاقتصاد الأمريكي غطت الفترة 1802–1990، كشفت أن انخفاضا في معدل العائد على مؤشر السوق قدره 8 % أو أكثر كان سابقا (أو مصاحبا على الأقل) لحدوث الكساد وذلك في

---

[1] محمد صالح الحناوي، جلال العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية بالإسكندرية، 2002، ص27

[2] وليد أحمد الصافي، مرجع سبق ذكره، ص20

3- عبد الله بن محمد الرزين، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية و ارتباطها باقتصاد المعرفة، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس اقتصاد المعرفة و التنمية، جامعة الزيتونة،عمان،الأردن ، من 16إلى 2005/03/18

38 مرة من أصل 41 مرة تعرضت فيها الولايات المتحدة للكساد. مما يعني أن المؤشر نجح في التنبؤ بالكساد بنسبة 93 %. لذا يمكننا أن نعد هبوطا بمعدل 8 % أو أكثر في حالة السوق بمثابة إنذار لحدوث الكساد. والدراسات دلت على أن مؤشر السوق أعطى إنذارا قبل حدوث الكساد بفترة تراوحت بين شهر واحد و 14 شهرا.(24)

4- دور الأسواق المالية في كفاءة تخصيص الموارد : يؤدي السوق المالي دور المنظم في توزيع الموارد فمن خلال أسواق الأوراق المالية يتم التعبير عن احتياجات الاقتصاد من الموارد المالية (الاستثمارية).

تقوم الأسواق المالية أيضا بدور تعيين الفعاليات الاقتصادية المثمرة، من خلال شراء الأوراق المالية للشركات والمؤسسات العاملة في السوق التي تقوم بتوزيعات مغرية، بدلا من أن يتم توجيه الأموال المستثمرة نحو الأنشطة غير المنتجة، كالمضاربة في العملة والعقارات أو اكتنازها. كذلك نلاحظ أن الشركات الرابحة هي التي تمنح توزيعات مغرية مما يؤدي إلى زيادة الإقبال على الأسهم والسندات الصادرة عن هذه الشركات.(25)

تقوم الأسواق المالية بهذه الوظيفة من خلال دورين أساسيين : دور مباشر و آخر غير مباشر.
يتمثل الدور المباشر في أن المستثمرين عند شرائهم لأسهم شركة ما، فهم في حقيقة الأمر يشترون عوائد مستقبلية، ومن هنا فإن الشركات الاقتصادية التي تتاح لها فرص استثمارية واعدة، تعود عليها هذه الاستثمارات بأرباح طائلة وعوائد كبيرة على الشركة، ويكون المستثمرون على علم بها، ويمكن لهذه الشركات إصدار المزيد من الأسهم، وبيعها بسعر مرتفع مما يحقق حصيلة وفيرة للإصدار.

أما عن الدور غير المباشر فينجم عن إقبال المستثمرين على التعامل بأسهم الشركة، الذي يعد بمثابة شهادة أمان للمقرضين، الذين لن يترددوا في تزويد الشركة بما تحتاجه من أموال إضافية وبسعر فائدة معقول.

نرى من خلال هذين الدورين بأن السوق المالي يتيح للشركات الاقتصادية ـــ ذات الكفاءة في أداء نشاطاتها ـــ فرصا للحصول على الموارد المالية اللازمة لإقامة مشاريعها واستثماراتها بأقل تكاليف ممكنة، دون اللجوء إلى الاقتراض من البنوك أو من المؤسسات المالية التي قد تكلّف المؤسسات الاقتصادية مبالغ مالية باهظة.

تتطلب الكفاءة في تخصص الموارد توفر عدة سمات في أسواق الأوراق المالية، تتمثل في: كفاءة التسعير، كفاءة التشغيل، عدالة السوق والأمان. والمقصود بكفاءة التسعير أن تعكس الأسعار كفاءة

(24) منير ابراهيم هنيدي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف،الاسكندرية، مصر 1997، ص 273

(25) صايفي عمار، "محددات الاستثمار المحفظي و آثاره على أسواق الأوراق المالية – دراسة مقارنة بين مصر، تونس و الجزائر- مذكرة ماجستير في اقتصاديات المالية و البنوك،جامعة محمد بوقرة،بومرداس،2009،ص10

المعلومات المتاحة، وكفاءة التشغيل يقصد بها تضاؤل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد، مقارنة بالعائد الذي سوف ينتج عن تلك المعاملات[26] ، أما عدالة السوق فتعني أن إتاحة الفرص المتساوية لكل الراغبين في عقد الصفقات، والأمان هو ضرورة توفر أدوات ووسائل للوقاية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق.

إن توفر هذه السمات سوف يخلق سوقا كفؤا، يؤدي بدوره إلى رفع كفاءة منشآت الأعمال وزيادة حيويتها، وكذلك جذب متعاملين جدد، يسمح بالوصول إلى تخصيص الموارد المتاحة وتوجيهها إلى المجالات الأكثر ربحية، بما يضمن تحقيق التنمية الاقتصادية، بمعنى آخر المساهمة في كفاءة تخصيص الموارد وتوجيهها[27]

تتحقق كفاءة تخصيص الموارد من خلال العناصر التالية :

4-1- المساهمة في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية: يصاحب ذلك نمو وازدهار اقتصادي، من خلال التسعير العادل للأوراق المالية، الذي يؤدي إلى اتجاه مدخرات الأفراد والمؤسسات إلى المشروعات الكفؤة، التي تدر أعلى عائد حدي لرأس المال، الأمر الذي يؤثر إيجابا على معدلات النمو الاقتصادي .

يساهم السوق المالي في تحقيق النمو من خلال تعبئة الموارد، وكفاءة تخصيص المدخرات عبر المشروعات الاستثمارية المختلفة، حيث يعمل على توجيه المدخرات إلى أفضل استخدام لها، أي إلى المشروعات التي تدر أعلى عائد حدي لرأس المال. كما يقوم بإعادة التخصيص المستمرة للموارد بين الأشخاص. ويعمل القطاع المالي على إعطاء الفرصة للأفراد لتوزيع مواردهم المالية خلال حياتهم، من خلال نموذج دورة الحياة، حيث يمر الفرد بثلاث مراحل : المرحلة الأولى هي مرحلة الاقتراض، تليها المرحلة الثانية التي يتحول الفرد فيها إلى مقرض وأخيرا المرحلة الثالثة التي يتحول فيها مرة أخرى إلى مقترض . ولن يستطيع الأفراد المرور بهذه المراحل دون وجود قطاع مالي يمكنهم من تحقيق هذا النمط.

يقوم قطاع الوساطة المالية بالتقليل من المشاكل التي تنشأ من جراء عدم تماثل هياكل المعلومات بين المقرضين والمقترضين، وما يتبعها من مشكلات مثل **مشكلة الاختيار العكسي** : قيام المدخرين بتوجيه مدخراتهم إلى مشروعات لا تتوافق وتفضيلاتهم للمخاطر والعائد إضافة إلى **مشكلة الخطر التصرفي أو السلوكي** : الذي ينشأ من جراء تضارب مصالح المقرضين والمقترضين، واختلاف أهدافهم حيث يتغير سلوك المقترض بعد عملية الاقتراض وبالتالي ترتفع درجة المخاطرة عن ما كان متوقعا.

---

(26) نتعرض إلى هذا بالتفصيل في الفصل الثاني

(27) شادي أحمد زهرة، الأسواق المالية الناشئة و دورها في عملية التنمية الاقتصادية في البلدان النامية، رسالة أعدت لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد، جامعة دمشق- كلية الاقتصاد،2009. ص92

4-2- المساهمة في تجميع المعلومات : يمكن للمتعاملين في سوق الأوراق المالية الاستفادة من وفرات الانتاج الكبيرة التي تنتجها المؤسسات المالية، مما يخفض من تكاليف التقصي والبحث عن المعلومات سواء بالنسبة للمدخرين أو المستثمرين.(28)

إن عملية البحث عن المعلومات، تجميعها واستنباط معناها تكلف الكثير من الوقت، الجهد والمال، خاصة إذا قام بها كل فرد لوحده. لذا فإن قيام المؤسسات المالية بتجميع المعلومات، ومن ثم تقييم المشروعات الاستثمارية للمفاضلة فيما بينها يوفر الكثير من الموارد.

كما يوفر السوق المالي المعلومات اللازمة عن المقترضين والشركات التي يتم الاستثمار فيها، وهو الدور الذي تقوم به مؤسسات التصنيف الدولية في سوق الأوراق المالية، فتقارير هذه المؤسسات إلى جانب أسعار الأوراق المالية، تمثل مرشدا للمستثمرين وفرصا للاستثمار، وتبين مدى جدوى المشروعات مما يساعدهم على اتخاذ القرار السليم، حتى يتم توجيه المدخرات إلى أفضل المشروعات المتاحة .

4-3 – المساهمة في إحكام الرقابة : تنطوي عملية تجميع المعلومات من قبل قطاع الوساطة المالية على دور رقابي، للتأكد من كفاءة أداء المشروعات الممولة، فالجهاز المصرفي يقوم بعملية الانتقاء والمتابعة للشركات التي تم توجيه الموارد إليها، وهذه العمليات تحتاج إلى قدر من التخصص والخبرة لا يملكها المدخرون والمستثمرون الفرادى، فيلجئون إلى وحدات الوساطة المالية التي تقوم بهذه الوظائف بكفاءة من شأنها تخفيض تكلفة المعاملات، كما يلزم سوق الأوراق المالية المؤسسات المتعاملة فيه بتقديم قوائمها المالية والإفصاح عن المعلومات، والشفافية، فإحكام الرقابة على الاستثمارات من شأنه الإقلال من المخاطر، وضمان حسن أداء الشركات.

تساهم الأسواق المالية بما توفره من معلومات في إحكام الرقابة على إدارة الشركات، حيث تقوم أجهزة الوساطة المالية بتقييم أداء المنشآت والمشاريع ورصد استثماراتهم. علاوة على مساهمتها في التوجيه الإداري للشركات، والربط بين أداء الشركات والحوافز التي يحصل عليها المنظمون لتساعد على التوفيق بين مصالح المنظمين ومصالح الملاك.

يقوم سوق الأوراق المالية بدور الرقابة على الوحدات الاقتصادية المسجلة على مستواه، حيث يبدأ الدور الرقابي من لحظة الإدراج من خلال الشروط التي تفرضها على الشركات الراغبة في التسجيل، فإذا أخذنا في الحسبان شروط تسجيل الشركات في بورصة نيويورك ولاسيما الشروط المتعلقة بحجم الأرباح فإنه يمكن القول إن التسجيل يعد بمثابة شهادة من البورصة بقوة المركز المالي للشركة.

---

(28) سالم مفتاح القماطي، تفعيل سوق الأوراق المالي في ليبيا، ورقة عمل من ندوة"دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية طرابلس،2005

تكون حسابات شركات المساهمة علنية وجاهزة لإطلاع المساهمون ومفتشو الحسابات والدوائر المالية والجمهور، ما دامت ميزانيتها تنشر في الجريدة الرسمية والصحف اليومية، وهذا ما يسهّل عملية الرقابة وتحديد وعاء الضريبة وفرضها وتحصيلها.

يعد سوق الأوراق المالية جهة رقابة خارجية غير رسمية على كفاءة سياسات الشركات، التي يتم تداول أوراقها المالية في ردهة البورصة، فالشركات التي تتبع إداراتها سياسات استثمارية وتشغيلية وتمويلية على مستوى عال من الكفاءة، تتحسن أسعار أسهمها في السوق، أما الشركات التي تتبع إداراتها سياسات غير كفؤة، فإنها تنتهي إلى نتائج أعمال غير مرضية وتتجه أسعار أسهمها في السوق نحو الهبوط. (29)

تنبع أهمية هذا الدور من أنه يضفي مناخا من الشفافية على عمل شركات المساهمة المدرجة، فأي خلل في أداء هذه الشركات ينعكس على أسعار أسهمها، وهذا بدوره يدفع إدارات هذه الشركات للعمل بمسؤولية ومحاولة معالجة مواطن الخلل بأقصى سرعة. فاستمرار الوضع على ما هو عليه يعتبر مؤشرا على تراجع مكانة الشركة ضمن القطاع الذي تنتمي إليه، ويؤثر ذلك على قدرة الشركة في الحصول على احتياجاتها المالية، وقد تصبح الشركة غير مؤهلة للبقاء في سوق الأوراق المالية.(30)

4-4- المساهمة في توزيع المخاطر وإدارتها : تتم عن طريق الأسواق المالية عملية توزيع للأرصدة المتاحة للإقراض والاستثمار بين الشركات الاقتصادية المختلفة، عن طريق إدارتها للمحافظ الاستثمارية وتجميع المخاطر وإدارتها وفقا لمحددات الاستثمار واعتبارات العائد والمخاطرة والسيولة المرتبطة بها، بما يخفّض من تكلفة المخاطر المجمعة مقارنة بما قد تفضي إليه مخاطر إخفاق مشروع واحد على مدخر واحد أو مستثمر واحد، علما بأن أجهزة الوساطة المالية، في النظم المالية للبلدان الأكثر تقدما، لا تنظر فقط إلى استخدامات جارية أفضل للموارد، ولكنها تأخذ باعتبارها أيضا الاستخدامات المستقبلية بهدف تحقيق تخصيصا أفضل للموارد عبر الزمن، وتحفيز التقدم التكنولوجي لتحقيق معدلات النمو المنشودة وضمان استمرارها.(31)

توزع الأرصدة المالية بين المشروعات المتاحة، فتقوم إدارة المحافظ المالية وفقا لعدة اعتبارات أهمها: العائد، المخاطرة والسيولة. أي أن السوق من خلال تجميعه للمخاطر، وإدارته للمحافظ

---

(29) عبد الله عويد مفلح طويرش، العلاقة بين أحجام التداول و عوائد الأسهم في الأسواق المالية العربية الناشئة، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم المالية و المصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية،2006،ص30

(30) شادي أحمد زهرة، الأسواق المالية الناشئة و دورها في عملية التنمية الاقتصادية في البلدان النامية،رسالة أعدت لنيل درجة الماجستير، جامعة دمشق كلية الاقتصاد، سنة 2009 ص96

(31)شذا جمال الخطيب، اتفاقية تحرير الخدمات المالية و أثرها على مستقبل الأسواق العربية لرأس المال، رسالة ماجستير، معهد البحوث و الدراسات العربية،قسم الدراسات الاقتصادية،2001، ص33.

الاستثمارية، يخفض من تكلفة المخاطر المجمعة، بالمقارنة بما قد يؤدي إليه مخاطر إخفاق مشروع واحد على مدخر أو مستثمر واحد . كما يقوم بالتدقيق في الاختيار، أي انتقاء المشروعات، ومتابعة أدائها مما يقلل من إهدار الموارد، ويستطيع المستثمر من خلال السوق المالي التقليل من هذه المخاطر وبالتالي انتقاء المشروعات، ذات أعلى عائد، وهو ما يفشل عادة فيه الأفراد . أما المخاطر المتعلقة بقطاع محدد من قطاعات الاقتصاد فيستطيع المحلل، من خلال تقييمه المستمر للمشروعات المختلفة، اكتشاف القطاعات التي تنطوي على أزمات متكررة وبالتالي الابتعاد عنها قدر الإمكان.

5- **السوق المالي وسيلة لتحويل الهياكل الصناعية والتجارية** : يعتبر السوق المالي وسيلة تسهل عملية تحويل وتكوين المجمعات الصناعية وكذا التجارية، وكما هو معروف يتعين على الشركة أن تملك أدوات لمواجهة المنافسة الشديدة من أجل السيطرة على الأسواق والبحث على أحسن التقنيات للحصول على مردودية مرتفعة.

يعطي سوق الأوراق المالية فرصة للشركات المسعرة فيها بصك النقود الخاصة بها، وبذلك تعمل على تمويل الميزانية من خلال الأوراق المصدرة من طرفها، فهي تسمح لشركات أخرى، والمشترية لها باقتناء جزء كبير من رأس مال الشركة المكتتبة، أو فروع منها، وعوضا أن يكون الدفع نقديا، فإنه يتم تقديم أسهم من طرف الشركة المشترية أو الماصة.

نجد من خلال ما تقدم أن الشركات، في إطار السوق المالي، قادرة على الحصول على أوراق مالية جديدة، أو السيطرة على مؤسسات أخرى دون الرجوع إلى خزينتها، فما دامت تحوز على أوراق مالية مسعرة على مستوى السوق، بإمكانها القيام بعروض عامة للشراء أو التبادل.

كذلك نجد بعض الشركات التي تستعمل السوق المالي كوسيلة للسيطرة على شركة أخرى أو فرع منها، من خلال امتلاك أكثر من 50 % من رأسمالها، أو كوسيلة للامتصاص أي الاستيلاء الكلي على شركة أخرى،[32] ويكون أيضا وسيلة للانضمام، بمعنى انصهار شركتين أو عدة شركات بتجميع ممتلكاتهما، وتكوين شركة جديدة، في هذه الحالة تفسخ الشخصية القانونية لكافة الشركات المنضمة وتحل محلها الشخصية القانونية للشركة الجديدة.

تجدر الإشارة إلى أن سوق القيم المنقولة، يساعد كثيرا على إتمام هذه العمليات، فالشركة المقيدة على مستواه يمكنها شراء أسهمها بسهولة، ويسهل بذلك تحويل جزء من رأسمالها الاجتماعي أو كله من شخص (طبيعي أو معنوي) لآخر، باعتبار أن قيمة الشركة ما هي إلا سعر السهم الخاص بها مضروبا في عدد الأسهم المكونة لرأس المال الاجتماعي.

---

[32]JAQUILLAT. OPcit. P13

كنتيجة لتلك العمليات والصفقات الكبرى التي تتم بين الشركات الصناعية، نلاحظ انتقال شركات بأكملها من مالك لآخر، وذوبان شركات في شركات أخرى، وظهور شركات ضخمة تجمع العديد من الشركات المتوسطة والصغيرة، هذا على مستوى البلد الواحد، كما قد تأخذ العملية بعدا دوليا بانتقال الشركات من بلد لآخر أو إلى مالك أجنبي وهكذا... هذا ما يعرف بحركية الهياكل الصناعية، سهولة هذه الحركية تتم عن طريق السوق المالي بتبادل الأوراق المالية لتلك الشركات.

دوافع هذه الحركية المستمرة كثيرة ومتنوعة، فبعض الشركات تشتري أسهم شركات أخرى بغرض القضاء أو التقليل من منافستها، أو من أجل رفع فعالية ومردودية منتجاتها، أو بكل بساطة لأنها ترى فيها صفقة مربحة، إذا ما رأت أن أسهمها تباع في السوق المالي بأقل من قيمتها الحقيقية، على الرغم من أن عملية الشراء هذه تجعل الطلب يزداد على الأسهم المعنية، مما يرفع من سعرها ويجعله قريبا أو مساويا للسعر الحقيقي [33]

6- دور الأسواق المالية في عملية الخصخصة : عمدت الكثير من الدول إلى انتهاج سياسة الإصلاح الاقتصادي، عن طريق تحرير الاقتصاد والأخذ بمبدأ آليات السوق، وقد كان من نتاجها توسيع قاعدة الملكية وتفعيل الدور الذي يضطلع به القطاع الخاص في الاقتصاد، ما ساعد على تطبيق وتوسيع قاعدة الملكية، في إطار ما يعرف بالخصخصة، لكن هذه الأخيرة يعتريها العديد من الصعاب الناجمة عن صعوبة تقدير القيمة الحقيقية لأصول هذا القطاع، من هنا تأتي أهمية الأسواق المالية، حيث أن العلاقة وثيقة بين خصخصة القطاع العام وبين وجود أسواق مالية ذات كفاءة عالية، توفر المناخ اللازم لتمويل الاستثمارات عبر تعبئة المدخرات من خلال هذا السوق.[34]

تشير تجارب الخصخصة في دول العالم أن البرامج الناجحة كانت مرتبطة بوجود سوق مالي منظم وكبير، مما يسمح باستيعاب الأوراق المالية للشركات المراد خصخصتها، في حين أن الأسواق التي تعاني من ضعف وعدم توفر بنية أساسية لديها، تؤدي إلى إعاقة عملية الخصخصة أو عدم استيعابها. من هنا تلعب الأسواق المالية دورا هاما في إتمام عملية الخصخصة بنجاح، حيث أن العلاقة بينهما هي علاقة وطيدة. فسوق الأوراق المالية يزدهر ويتوسع ويتعمق بوجود عمليات الخصخصة، وكذا الخصخصة بحاجة إلى سوق أوراق مالية قادرة على تسهيل تلك العملية. من أبرز مزايا اللجوء إلى سوق الأوراق المالية في عملية الخصخصة، نجد من جهة توسيع سوق الأوراق المالية وتشجيع صغار المدخرين، مع إبعاد الشبهة في

---

[33] حوليات لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، الجزائر، 1998.

[34] حسان خضر ،"تحليل الأسواق المالية" ، مجلة جسر التنمية ، العدد 27 ، المعهد العربي للتخطيط ، مارس 2004 ، ص 08 .

عملية بيع وحدات القطاع العام، وعدم تمييز فئة دون أخرى عند إجراء البيع، ومن جهة أخرى إحلال هدف تعظيم الربح لدى المستثمرين من القطاع الخاص محل تعظيم المنفعة[35].

7- السوق المالي وسيلة قياس لقيم الأصول : ينشر في كل حصة على مستوى السوق المالي التسعيرة الخاصة بكل قيمة منقولة، والمقيدة على مستواه، ويعتبر السوق المالي وسيلة قياس وتقييم الشركات من خلال تقييم أصولها المالية والتنبؤ بقيمها المستقبلية.

تتسم المعلومة المقدمة للمستثمر بعدة امتيازات، فهي منظمة، عمومية، واسعة الانتشار من طرف الإعلام المختص أو غيره، إلا أن قياس قيم الأصول يتأثر بتطور المحيط السياسي والاقتصادي والاجتماعي والدولي. وقد يحدث في بعض الأحيان خطأ في تقدير أصول الشركة، سواء بالزيادة أو بالنقصان، نتيجة للشعور بتفضيل (استحسان)، أو تخوف من قبل المختصين تجاه عملية ما، الأمر الذي ينعكس على تسعيرة الأصل المعني بالأمر.

مهما يكن، تعتبر تسعيرة السوق، بجانب تقنيات التقييم الأخرى للشركات (تحليل الميزانيات دراسة وسائل الإنتاج، مستقبل الشركة في سوقها) سهلة التحديد ومعترف بها، ويرجع لها الفضل في تقديم، ــ على المدى المتوسط والبعيد ــ تقديرات وتنبؤات مسبقة وذلك بوضع فرضيات حول مستقبل الشركة، وبالتالي تحديد قيمة هذه الأخيرة.[36]

يسجل للسوق المالي دورا في تنشيط وتنمية وتحريك الشركات، الأمر المؤدي إلى تمويل وبالتالي تنشيط الاقتصاد الوطني ككل. فالمدخر يقبل شراء الأسهم أو السندات في الحالة التي تقدم فيها الشركة عوائد مهمة لذلك ولحماية المدخر، يفرض السوق شروطا قاسية على الشركات المقيدة به كتحسين النتائج من سنة لأخرى، الأمر الذي يشجّع المدخرين على التوظيف في هذه الشركات وتحقيق أرباح مهمة.

تجدر الإشارة إلى أن العلاقة التي تربط الشركة بالسوق المالي هي أسعار أسهمها وسنداتها من جهة، وتطور هذه الأسعار من جهة أخرى.

إن تسعيرة ورقة مالية، تعكس وبصدق، إلى حد ما حسب كفاءة السوق المالي، وضعية الشركة المعنية وذلك تبعا للأرباح المحققة، ولمؤشرات مستقبل الشركة وكذا ثقة المستثمرين والمختصين.

كما أن تطور تلك الأسعار يعكس مدى قدرة الإدارة المعنية على تسيير الشركة تسييرا حسنا يجعلها تقف في وجه المنافسة الشديدة التي يمتاز بها في العادة السوق، والظروف الخارجية بصفة عامة أو بعكس ذلك إذا كانت تطورات الأسعار سلبية خلال مدة معينة.

([35]) **أنظر**: عبد الباسط وفا محمد حسن، بورصة الأوراق المالية و دورها في تحقيق أهداف تحول قطاع الأعمال العام إلى الملكية الخاصة، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق،كلية الحقوق، قسم الاقتصاد و المالية العامة، حلوان، 1996، ص 313

([36]) *VINCENT COEN. Op.cit. P4*

كذلك نجد علاقة تأثير وتأثر بين السوق المالي والاقتصاد على المستوى الكلي، فالتغيرات التي تسجل في السوق من شأنها التأثير على الاقتصاد ككل، وحتى خلق الأزمات. وبالمثل فإن التغيرات التي تحدث في الإقتصاد من شأنها التأثير على مجريات السوق(37).

انطلاقا من هذا، يمكن القول بأن السوق المالي يعتبر انعكاسا للوضعية الاقتصادية للبلد المعني حيث ينجم عن آثار فعالية وتحسين أداء السوق تحسين وتنشيط وضعية الاقتصاد الوطني إجمالا، وذلك بتشجيع الادخار وتوجيهه عبر قنوات سليمة عن طريق الإعلام لتحفيز الادخار، والاستثمار، وحملات الإشهار الموجهة للجمهور الواسع، من أجل التوظيف في الأسواق المالية لغرض أساسي هو تمويل الاقتصاد الوطني عن طريق السوق المالي.

يعتبر سوق الأوراق المالية أداة هامة لتقييم الشركات والمشروعات، حيث يساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل. فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات، دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي، ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها أملا في تحسين مركزها .

8- دور الأسواق المالية في تجنب الآثار التضخمية : يحمل اللجوء إلى السوق المالي من قبل الوحدات ذات العجز المالي في طياته فائدة أخرى، غير الحصول على الأموال اللازمة، تتمثل في تفادي الاقتراض من الجهاز المصرفي الذي سيؤدي إلى زيادة الكتلة النقدية. إذ أن هناك حدا لتمويل عملية التنمية عبر تزايد الاقتراض من الجهاز المصرفي لا يمكن تجاوزه، دون أن يؤدي هذا التجاوز إلى تضخم غير مرغوب أو ضغوط كبيرة على ميزان المدفوعات. أما الاقتراض المباشر من الجمهور عن طريق السوق المالي فلن يؤدي إلى زيادة الكتلة النقدية وإنما إعادة توزيعها.(38)

يؤدي قيام البنوك التجارية بعمليات التمويل بمفردها إلى زيادة مفرطة في حجم الائتمان المحلي وبالتالي إحداث موجات تضخمية، خاصة أن هذه القروض تأخذ طابع القروض طويلة الأجل مما يتطلب فترة طويلة قبل تحقيق النتائج.(39)

نضيف إلى مزايا اللجوء إلى السوق المالي، أنه يفيد في عدم زيادة نسبة القروض في هيكل رأس مال الشركة، وبالتالي المحافظة على الطاقة الاقتراضية للشركة عند الحاجة.

---

(37) إن أشهر الأزمات، أزمة يوم الإثنين الأسود 1987 و قبلها أزمة 1929 – *أنظر في هذا الصدد*:
- *مروان عطون " الأسواق المالية : البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 1993. ص100*

-S.A. BOUKRAMI, « Vademecum de la Finance », (OPU.1992). P59

(38) عبد الحق بو عتروس، إدارة و تنظيم بورصة القيم المنقولة ،مؤتمر الأسواق المالية و دورها في جذب الاستمارات، كلية الاقتصاد-جامعة تشرين 2003، من ص 3 إلى ص5

(39) صلاح الدين السيسي، دراسات نظرية و تطبيقية: قضايا اقتصادية معاصرة، دار غريب للطباعة و النشر و التوزيع القاهرة،2003،ص90

كما يعتبر السوق المالي مؤشرا لقياس حالة الاقتصاد، حيث يمكنه قياس قوة الاقتصاد الوطني على المدى الطويل أو القصير، ويعد الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية للتحكم في كمية النقود، ومعالجة التضخم والانكماش، لذا تعد مؤشرات السوق انعكاسا حقيقيا لحالة الاقتصاد الوطني .

9- دور الأسواق المالية في علاج المديونية : يساهم سوق الأوراق المالية من خلال جذبه للمدخرات الأجنبية للاستثمار في الأسهم المصدرة محليا، في تفادي المشاكل التي تنتج عن الاقتراض الخارجي المتمثلة أساسا في زيادة مدفوعات خدمة الدين. كما يساهم سوق الأوراق المالية في تخفيف عبء المديونية الخارجية من خلال تقنية توريق الدين، وفحوى هذه التقنية هو تحويل الدين إلى ورقة مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية، وتسمى الأدوات المالية التي تستخدم في هذه التقنية بسندات التخارج ، إذ يمكن للمصارف الدائنة تحويل القروض التجارية إلى أوراق مالية قابلة للتداول[40]

هناك علاقة جدلية وتفاعل مستمر بين مناخ الاستثمار في الأسواق المالية، فكلما توفر المناخ الملائم للاستثمار، كلما ساهم ذلك في تهيئة الأوضاع لقيام سوق متطور للأوراق المالية، وفي المقابل كلما توفر سوق منظم للأوراق المالية كلما ساعد ذلك على تحسين أكبر للمناخ الاستثماري وتطوره.

---

[40] عمر صقر، العولمة و قضايا اقتصادية معاصرة، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2003، ص12

المبحث الثاني: الدراسات التطبيقية حول العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي

لا يزال الجدل النظري دائرا حول مدى الارتباط بين النمو الاقتصادي وسير العمل في أسواق الأوراق المالية، حيث يرى المعارضون لنشاط السوق أنها لا تعدو أن تكون مجالا للمقامرة، وأن أسعار الأوراق المالية لا ترتبط بالأساسيات الاقتصادية، يشكك هذا الفريق في أهمية الدور الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية في دفع عجلة النمو الاقتصادي، إذ أن التقلبات الشديدة في بعض الأسواق قد تعوق الاستثمارات، بالإضافة إلى الأثر الخاص بالتدفقات الأجنبية قصيرة الأجل، وما لها من آثار ضارة على الاقتصاديات الوطنية.(41)

من المدافعين عن وجود تلك العلاقة نذكر : (Meier-Seers,1984) ، (Stern, 1989) ، (Lucas,1988) ، (Levine,1986) [2]

من المشككين في وجود العلاقة نذكر : (Mayer, 1988) (Summers-Shleifer, 1988) ، (Marck-Vishy, 1990)(3)

يلعب سوق الأوراق المالية دورا في تحويل الادخارات إلى استثمارات، ويمثل عرض الأوراق المالية في سوق الإصدار الأولي الطلب على الاستثمار، وهناك عدة عوامل من شأنها التأثير على الطلب على الاستثمار في سوق الأوراق المالية، مثل العائد المتوقع على الاستثمار، وجود فرص استثمارية متنوعة، المناخ الاستثماري الملائم، إلى جانب وجود السوق المالي النشط وأدوات مالية متطورة، هذه العوامل حين تتواجد تؤثر على الاستثمار، ومن ثم على معدلات النمو، لذا اتجهت الدراسات نحو إدراج مؤشرات دالة على تطور ونمو سوق الأوراق المالية عند الحديث عن العلاقة بين القطاع المالي والنمو الاقتصادي. وفيما يلي نناقش أهم الدراسات سواء كانت مؤيدة للأثر الإيجابي لسوق الأوراق المالية على عملية النمو أم تأخذ الاتجاه العكسي . [4]

41- علاء الدين حسن عواد، تحليل تغيرات أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية، مركز بحوث الشرق الأوسط،القاهرة،جامعة عين شمس، 1999،ص70

2- دراساتهم تنص ان النظام المالي لا يمثل ركنا أساسيا في آلية التنمية اقتصادية، الأمر الذي يتعين عليه التركيز الاهتمام على الجوانب الحقيقية (السياسات الانتاجية) للإسراع بمعدلات النمو.

3- علاء الدين حسن عواد، تحليل تغيرات أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصري، مركز بحوث الشرق الأوسط، جامعة عين شمس، القاهرة 1999 ، ص8

4- شاهيناز جمال الدين محمد، العلاقة بين سوق الأوراق المالية و النمو الاقتصادي، رسالة ماجستير، جامعة القاهرة، كلية الاقتصاد،2003، ص38

المطلب الأول: الدراسات التي تنفي وجود علاقة طرديه بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي

يرى أصحاب هذا الاتجاه، أنه في ظل حراك السوق المالي تتولد آثار سلبية معيقة للنمو الاقتصادي، والدليل على ذلك ـــ حسبهم ـــ أنه لم يثبت عمليا العلاقة بين وجود الأسواق المالية وبين النمو الاقتصادي، دليلهم على ذلك هو أن معدلات النمو الاقتصادي في أوروبا وأمريكا لا تتجاوز 1% مع أنه لديها حرية تحويل وانتقال الأموال وأسواق مالية متطورة جدا، غير أن دولا مثل الصين يصل معدل النمو الاقتصادي فيها إلى 8 % وهي لا تماثل في تطورها المالي تلك الدول.

كذلك تتجلى الآثار السلبية للأسواق المالية، من خلال الدخول في لعبة المضاربات المالية في البورصات، وتعريض الاقتصاد الوطني للدخول في أزمات مالية واقتصادية، كما حدث خلال التسعينيات في الفلبين والمكسيك ودول شرق آسيا والأزمة المالية العالمية 2008.

رغم الإقرار بضرورة وجود الأسواق المالية لتعزيز مساهمة القطاع الخاص، أو استثمار القطاع الخاص في تمويل عملية التنمية عن طريق تعبئة المدخرات المحلية، إلا أن هذه الخطوة تحتاج إلى دراسة اقتصادية عقلانية، وتأسيس جملة البنى التحتية (التشريعية والمؤسسية والرقابية) على عمل هذه الأسواق، أي أن أصحاب الاتجاه السلبي يرون أن السوق المالي ممكن أن يولد آثارا سلبية خطرة خصوصا أن النشاط المالي لهذه الأسواق يدار من قبل المستثمرين الأفراد وليس من قبل مؤسسات الدولة، أي أن الأفراد يشاركون في تخطيط الاقتصاد الوطني حتى وإن كان دون قصد منهم، وقد يكون هذا أحد الأسباب التي عرّضت الكثير من الأسواق المالية إلى صدمات مفاجئة، ثم إلى الانهيار المالي وما يتركه ذلك من آثار سلبية على النمو الاقتصادي، ويمكن أن ندرج أصحاب هذه الآراء ضمن الاتجاه التشاؤمي لهذه العلاقة.[42]

يرجع تاريخ الاتجاه المعارض لوجود علاقة بين القطاع المالي والنمو الاقتصادي، إلى جون مينار كينز، الذي أكد بأن السيولة الزائدة المصاحبة للسوق تؤدي إلى قيام الأفراد بتغيرات سريعة في محافظهم المالية، كرد فعل للتغير في أذواق أو استجابة لبعض الشائعات، أي أن تصرفاتهم بعيدة عن التحليل الاقتصادي السليم ، ولا تستند إلى متغيرات حقيقية، ويؤدي ذلك إلى سوء تسعير الأصول وهو ما يتبعه بالضرورة انخفاض في قدرة السوق على تخصيص الموارد بالشكل الأمثل، الأمر الذي يؤثر سلبا على النمو (Keynes, 1936)

---

[42]منجد عبد اللطيف الخشالي –فاعلية السوق المالي في تعبئة المدخرات و تمويل الاستثمارات – أستاذ مشارك قسم الاقتصاد –جامعة الفتح ص5.

أكّد (Singh , 1996) وجهة نظر كينز، حيث أثبت من خلال دراسته التحليلية أن السيولة التي يوفرها سوق الأوراق المالية تفسح المجال أمام المضاربين، الذين يقومون بتغيير محافظهم المالية بسهولة دون تحمل تكلفة مرتفعة للمبادلات، في حين يعتمد تسعير الأصول على توقعات المضاربين دون النظر إلى الأسس الاقتصادية التي تحكم تسعير الأصول، وأوضحت الدراسة أن هناك بعض المؤسسات غير المالية، مثل شركات التأمين، قد تشترك في السوق سعيا وراء العائد المرتفع من خلال المضاربة وتقوم المؤسسات المقرضة بتمويل هذا النشاط في الأجل القصير خوفا من فقدان زبائنها، وبالتالي تنخفض المدخرات الموجهة للاستثمارات.

أكدت دراسة (Demetriades , 1996) على هذا الاتجاه، استنادا إلى حقيقة أنه حتى في الدول المتقدمة يكون نصيب سوق الأوراق المالية في تمويل المشروعات الاستثمارية ضئيلا، مقارنة بنصيب القطاع المصرفي، وكانت من أهم الاستنتاجات التي توصلت لها الدراسة، أن قوى المضاربة التي تشجعها سيولة السوق، تؤدي إلى إهدار الموارد التي توجه الأنشطة غير المنتجة، بدلا من توجيهها إلى المشروعات الاستثمارية، وهو ما يمثل عنصر إعاقة للمشروعات المنتجة، خاصة إذا أدى تمويل نشاط المضاربة إلى ارتفاع سعر الفائدة، ما يجعل الاقتصاد أكثر عرضة للأزمات المالية .

وهذا يتفق مع وجهة نظر (Minsky, 1986) ، الذي يرى في أثر السوق السلبي على النمو ينشأ من جراء تخلي المؤسسات المالية عن تمويل المشروعات الاستثمارية من أجل تمويل عمليات الإقراض لنشاط المضاربة.

قام (Harris ,1997) بتطبيق اختبارات قياسية على مجموعتين من الدول، تمثل إحداهما الدول المتقدمة ، وتمثل الأخرى الدول النامية ، بتطبيق نموذج انحدار خطي بين النمو كمتغير تابع مقاسا بمعدل النمو الحقيقي ، وبين نسبة الرسملة كمتغير مستقل يعبر عن نمو السوق ، خلصت الدراسة إلى أن هناك علاقة ضعيفة بين المؤشرين في الدول المتقدمة والدول النامية على حد السواء.[1]

كما أجرى Calamanti[2] دراسات تطبيقية حول سوق الأوراق المالية في كل من المغرب وتونس وأبيدجان، واستنتج أن دور سوق الأوراق المالية في هذه الدول محدود فيما يتعلق بتشاط السوق الأولي وخاصة زيادة لرأس مال الشركات[3].

---

[1] شاهيناز جمال الدين محمد، العلاقة بين سوق الأوراق المالية و النمو الاقتصادي، رسالة ماجستير، جامعة القاهرة، كلية الاقتصاد،2003، ص38

2 – Calamanti A, the securities markets and underdevelopement vol III N3 1979

3 – صلاح زين الدين، وظائف سوق الأوراق المالية ودورها في الأسواق المالية الصاعدة، دراسة حالة البورصة المصرية، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات2006، ص4

http/slcon uaeu ac.ae/prev conf/2007/

المطلب الثاني: الدراسات التي تؤكد وجود علاقة طرديه بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي

يشير الاتجاه الايجابي إلى أن السوق المالي عامل محفز للنمو الاقتصادي.

تبين الأدلة الواقعية الخاصة بالعلاقة بين النمو الاقتصادي وكفاءة السوق المالي، على الدور الايجابي الذي يمكن أن يقوم به السوق المالي في تحقيق النمو الاقتصادي، خصوصا في المراحل المبكرة من عملية النهوض والتطور الاقتصادي. تؤكد نتائج معظم الدراسات التطبيقية أن النمو المالي يقود النمو الاقتصادي، وما يعزز هذا الرأي أنه في المراحل الأولى للتنمية الاقتصادية ـــ و بصفة خاصة ـــ في المرحلة التي يحتاج فيها الاقتصاد إلى تقنيات عالية في شتى المجالات، فإنه يسيطر عليه اتجاه العلاقة من القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي وهذا ما يحدث في الدول النامية.

الفرع الأول : الدراسات النظرية : يمكن لهذا النوع من الدراسات أي يكشف عن العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي ، باعتبار أن التنظير العلمي له أسسه وقواعده .

1- أثر المعلومة والسيولة على النمو: لا يمكن الاستمرار في إصدار الأوراق المالية الجديدة على مستوى السوق الأولي، ما لم تكن لديه سيولة كافية، وهو ما يوفره السوق الثانوي، فالمستثمر قبل إقدامه على اقتناء سند يمتد إلى عشر سنوات مثلا، أو شراء أسهم عادية، فإنه يأخذ بعين الاعتبار الفرصة المتاحة له لتصريف تلك الأوراق واستعادة أمواله في أي وقت، هذا من جهة ومن جهة أخرى نجد أن البورصة توفر المعلومات حول القيمة السوقية للأوراق المالية، فضلا عن الأوضاع المالية للشركات المدرجة على مستواها، فالبورصة ـــ أي السوق الثانوي ـــ تمثل مصدرا للسيولة والمعلومات.

2- أثر تنويع المخاطر على النمو: يشجّع تنويع المخاطر الناتج عن تكامل الأسواق المالية العالمية، على الاستثمار في المشاريع ذات العوائد المرتفعة، من خلال إجراء المقارنات مع باقي الأسواق المالية العالمية. وبالمقابل فإن انحصار التعاملات في أنواع محددة من الأوراق المالية، يساهم في ارتفاع المخاطر مما يؤدي إلى انخفاض الادخار وتقلص النمو الاقتصادي.

3 ـــ أثر مؤشرات تطور البورصات على النمو: قام البنك الدولي في إطار الدراسات التي يشرف عليها بوضع تشكيلة متجانسة من المؤشرات، تشمل مختلف مؤشرات تطور البورصة، وربطها بمؤشرات تطور البنوك، واستخلاص علاقتها بمعدلات النمو في المدى الطويل. بعد الأخذ بعين الاعتبار تأثير العوامل القانونية، السياسية والاقتصادية تم التوصل إلى إيجابية العلاقة بين سيولة البورصة من جهة ومعدلات النمو، تراكم رأس المال، وتحسين الإنتاجية من جهة أخرى.

اعتمدت هذه الدراسة على بيانات 49 بلدا خلال الفترة 1976 و 1993، وتتعلق تلك البيانات بمؤشرات حجم البورصة، سيولة البورصة، التقلبات في أسعار الأوراق المالية، والتكامل مع أسواق رأس المال الدولية لسنة 1976، وتم تتبع كلا من معدلات النمو الاقتصادي، تراكم رأس المال،

وتحسين الإنتاجية خلال فترة الدراسة (1976-1993). تم التوصل إلى أن سيولة البورصة ـــ قياسا بتداول الأوراق المالية نسبة إلى حجم البورصة، والاقتصاد، وتقلبات أسعار الأوراق المالية ـــ كانت ذات صلة وثيقة وموجبة مع معدلات النمو الاقتصادي المستقبلية، وتراكم رأس المال، وتحسين الإنتاجية. أما بالنسبة لحجم البورصة والتكامل، فيرتبطان إيجابا مع النمو لكن تلك العلاقة هي أقل من مثيلتها بين السيولة والنمو.(1)

4 - الهيكل المؤسسي والتنظيمي: يسمح مؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي، بمتابعة مدى مساهمة المؤسسات المعنية في تنظيم وتسيير السوق المالي وتطويرها، وتؤدي كفاءة هذه المؤسسات والقوانين التي تتبعها إلى حشد المدخرات محليا ودوليا. يتم التركيز من خلال هذا المؤشر على طرق نشر المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة في البورصة، وعلى المعايير المحاسبية المتبعة من طرف تلك الشركات ومدى تطابقها مع المعايير المحاسبية الدولية.

تعد قوانين حماية المستثمر ودرجة العوائق المفروضة على الاستثمار الأجنبي، من أولويات هذا المؤشر، بما أن حماية المستثمر تدعم استقطاب رؤوس الأموال المحلية، فيما تؤدي درجة القيود المفروضة على تدفق رؤوس أموال المستثمر الأجنبي إلى التأثير على استقطاب الاستثمارات الأجنبية في شقيها المباشر و غير المباشر.

الفرع الثاني : **الدراسات التطبيقية** : من أجل تدعيم الدراسات النظرية ونتائجها ، لابد من تقديم الدراسات التطبيقية في هذا المجال .

1 ــ أثر القيمة المتداولة للأسهم في السوق على معدل النمو: تعتبر دراسة(Atje-Jovanovic , 1989) من أولى الدراسات التي قامت بإدراج مؤشرات سوق الأوراق المالية للتعبير عن النمو المالي، وقامت بدراسة أثر كل من نمو سوق الأوراق المالية من ناحية، ونمو القطاع المصرفي من ناحية أخرى، على معدلات النمو في 40 دولة في الفترة 1973-1986، من خلال استخدام التحليل القياسي، وخلصت الدراسة إلى أن هناك أثرا ملحوظا لنمو السوق، الذي تم قياسه عن طريق القيمة المتداولة للأسهم في السوق منسوبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، على معدلات النمو الحقيقي .

إلا أن الدراسة لم تستطع إيجاد أثرا مماثلا لنمو القطاع المصرفي، والذي تم قياسه على أساس معدل الإقراض. وخلصت الدراسة إلى أنه من الغريب وجود بعض الدول من تهمل دور أسواق الأوراق المالية ولا تسعى إلى تطويرها بالرغم من أثرها الفعال في إحداث النمو .[2]

---

(1) Levine Ross,Zervos Sara,"Stock Market Developmentand Long-Run Growth ",World Bank.Working, Paper.N°1582,Washington, 1996,P14

2 ـــ شاهيناز جمال الدين محمد ، مرجع سبق ذكره، ص 41

2 ــ أثر نمو السوق المالي على النمو الاقتصادي : في محاولة مماثلة قام بها (Levine-Zervos , 1995) لإيجاد أثر نمو كل من القطاع المصرفي وسوق الأوراق المالية منفردا على النمو الاقتصادي، من خلال تطبيق نماذج انحدار على بيانات مقطعية وسلاسل زمنية لمجموعة من الدول، خلال الفترة (1976-1990)، وباستخدام القروض البنكية الموجهة للمشروعات منسوبة للناتج، للدلالة على نمو القطاع المصرفي، إلى جانب استخدام أكثر من مؤشر للدلالة على نمو السوق، مثل نسبة الرسملة، معدل الدوران، حيث اعتبرت الدراسة أن استخدام أكثر من مؤشر يعطي صورة أكثر صدقا، ووجدت الدراسة أن السوق يستطيع التأثير على النمو بطريقة مباشرة من خلال تحسن أدائه، الأمر الذي يؤثر إيجابيا على النمو، أو بطريقة غير مباشرة من خلال تحفيز السوق لمعدلات الاستثمار.

أوضحت الدراسة أن سوق الأوراق المالية والجهاز المصرفي كل منهما يقدم خدمات مختلفة عن الآخر، ويستطيع كل منهما التنبؤ بمعدلات النمو المستقبلية، لذا يجب إتباع سياسات تحفيزية لتنمية قطاع الوساطة المالية ككل، وتتمثل هذه السياسات وفقا للدراسة في تنويع مجالات الاستثمار، وتشجيع إنشاء مؤسسات مالية غير بنكية، إلى جانب استحداث أدوات مالية غير تقليدية، إلا أنه وجّهت بعض الانتقادات إلى هذه الدراسة بسبب عدم الأخذ في الاعتبار الاختلافات في النظم المالية المتبعة في الدول محل الدراسة .

في محاولة أخرى قام بها (1997 Geet-Harvey)استخدمت الدراسة بيانات 18 دولة مختلفة في الفترة 1976-1992 باستخدام متوسط 6 مؤشرات مختلفة، للتعبير عن نمو السوق وبحساب معامل الارتباط بين مؤشرات السوق والنمو، ظهرت المعاملات موجبة بدون أي استثناء مؤكدة بذلك على وجود العلاقة الطردية .

كما خلصت الدراسة إلى أن السوق يحقق البنية المثلى لملكية المشروعات، أي أن السوق بجانب قيامه بتوزيع المخاطر، والتقليل من مشكلة الخطر المعنوي (السلوكي)، تقوم بتشجيع المستثمرين الجدد على دخول السوق، والقيام بمشروعات جديدة، في حين تنتقل ملكية المشروعات القائمة إلى مديرين متمرنين قادرين على إدارتها بكفاءة عالية، بذلك تتحقق البنية المثلى للمشروعات، الأمر الذي يؤثر إيجابا على معدلات النمو.

قام (2000-Wachtel-Rousseau) بتطبيق اختبارات إحصائية باستخدام بيانات مقطعية لسبع وأربعين دولة في الفترة 1980-1995 ووجدت الدراسة أثرا ايجابيا لنمو السوق المقاس بنسبة الرسملة والقيمة المتداولة، وبين معدل النمو الحقيقي، وعللت الدراسة هذه العلاقة بعدد من النقاط هي :

– يوفر سوق الأوراق المالية آلية مميزة للخروج، حيث يساهم بدرجة كبيرة في جذب الاستثمارات الأجنبية، ورؤوس أموال المشروعات الكبرى المشتركة، حيث تستطيع هذه الأموال الخروج بسلاسة ودون تحمل تكلفة مرتفعة، وهو ما يجذبها إلى السوق في المقام الأول.

– تساهم سيولة السوق في تعبئة المدخرات، وتشجع على تحويل المدخرات إلى المشروعات طويلة الأجل بدلا من الاستثمارات قصيرة الأجل، وبذلك يتوفر التمويل اللازم والدائم لتلك المشروعات والتي تتميز بارتفاع عوائدها في أغلب الأحوال.[43]

– قدرة السوق على تجميع وتحليل المعلومات تعود بالنفع على كافة المؤسسات العاملة في قطاع الوساطة المالية، حيث تساهم عملية تحليل المعلومات المتاحة في تقييم أصول المؤسسات، ويعتبر ذلك منهجا لتقييم باقي المشروعات المماثلة التي تعمل بذات الصناعة.

إلا أن أهم انتقاد يوجه إلى هذه الدراسة، أن كل الجوانب التي تعتبر إيجابية من وجهة نظر الدراسة، قد ينظر إليها على أنها جوانب تؤثر بالسلب على النمو، خاصة توافر السيولة التي قد يكون لها أثر سلبي على معدلات الادخار .[44]

3 ــ أثر عائد الأسهم والنمو الاقتصادي : أدرك (Mauro, 2000) الارتباط بين عائد الأسهم المتداولة في السوق ونمو الناتج، وأوضحت الدراسة نقاط الاتفاق بين النظريات التي تربط بين النمو وعائد الأسهم، باعتباره مؤشرا لنشاط سوق الأوراق المالية والتي تتمثل في :

– افتراض أن أسعار الأوراق المالية تعكس القيمة المستقبلية للمؤسسة، وأن نمو أسعار الأسهم يرتبط بنمو الناتج، وبالتالي فإن هناك ارتباطا بين عائد الأوراق المالية في العام الحالي والنمو الاقتصادي في العام المقبل .

– أن أسعار الأوراق المالية توفر قدرا كبيرا من المعلومات للمديرين، التي تتيح لهم توقع معدلات النمو من خلال التنبؤ بحالة السوق في المستقبل .

– إن تغيرات أسعار الأوراق المالية تؤثر في قرارات الاستثمار، من خلال تأثيرها على قرارات التمويل الخاصة بالمشروعات.

يلعب الاستثمار دورا هاما في عملية النمو الاقتصادي، حيث توضح نظريات النمو الحديثة أن الاستثمار هو أحد المحددات الهامة والفعالة لتحقيق معدلات نمو أكثر ارتفعا، لأن الزيادة في مستوى الاستثمار يؤدي إلى زيادة أكبر في الدخل الوطني، بسبب تأثير المضاعف، مما يساهم في الدفع بمعدلات النمو الاقتصادي.

---

[43] انظر: - محمود محمد الداغر،الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق،بورصات، دار الشروق للنشر، عمان2007،ص 40-42
- فريد راغب النجار، الاستثمار و التمويل و الرهن العقاري، الدار الجامعية للنشر،الإسكندرية،2009
[44] شاهيناز جمال الدين محمد ، مرجع سبق ذكره، ص 43

يمثل سوق الأوراق المالية أحد البدائل المتاحة أمام الأفراد والمؤسسات للاستثمار ، فمن خلاله يتم تجميع المدخرات وتوظيفها في المشروعات المختلفة، عن طريق قيام كل من المؤسسات والأفراد بشراء ما يصدر في هذه السوق من أوراق مالية، مع المحافظة في نفس الوقت على عنصر السيولة، الأمر الذي يجذب قدرا كبيرا من المدخرين ، مع إمكانية تحويل الأصول إلى نقود سائلة دون تحمل تكلفة كبيرة. لا يقتصر فقط العائد الذي يحصل عليه المستثمر في سوق الأوراق المالية، على الأرباح المتولدة عن الورقة المالية، ولكن يحصل أيضا على عائد رأسمالي، متمثلا في ارتفاع قيمة الورقة المالية في حالة الأداء الكفء للمؤسسات المصدرة لها.

لكي يساهم سوق الأوراق المالية في زيادة معدلات النمو الاقتصادي، من خلال قيامه بعملية توجيه المدخرات نحو الاستثمارات ذات المردودية المرتفعة، لابد أن يتميز السوق بالكفاءة، أي أن المعلومات الجديدة التي ترد إلى السوق تصل إلى جميع المتعاملين دون فاصل زمني، بالتالي تعكس أسعار الأوراق المالية كل المعلومات المتاحة عن هذه الأوراق.كما أن المتعاملين في السوق لا يتكبدوا تكاليف إضافية في سبيل الحصول على هذه المعلومات .

4 ـــ أثر سيولة السوق على النمو الاقتصادي : قام (Rosselevien 1996) بدراسة لتقييم العلاقة بين السوق المالي والنمو الاقتصادي للفترة 1976-1993 في عينة شملت 38 دولة، تم فيها قياس العلاقة بين السيولة التي يوفرها السوق المالي وأثرها على النمو الاقتصادي, وتبين أن البلدان التي تتميز بسيولة أسواق الأوراق المالية ولديها أجهزة مصرفية متطورة، قد حققت نموا أسرع من البلدان التي لا تملك مثل هذه الأسواق والجهاز المصرفي المتقدم.(45)

5 ـــ أثر الوساطة المالية على النمو الاقتصادي : في دراسة أخرى قام بها كل من levine و-kunt demirgu ، لبحث العلاقة بين الوساطة المالية وتطور سوق الأوراق المالية، وأثر ذلك على النمو الاقتصادي، اتضح أنه مع نمو اقتصاديات الدول النامية ووصولها إلى مستوى الدخل المتوسط ـــ أي حوالي 2000 دولار للفرد الواحد ـــ عام 1990، فإن كلا من سوق الأوراق المالية ومؤسسات الوساطة يتم نموها بشكل سريع، حيث تتزايد الأهمية النسبية القطاع المصرفي في القطاع المالي وتستمر نسبة الأصول المالية المصرفية إلى الناتج المحلي الإجمالي في الارتفاع مع تزايد نمو سوق الأوراق المالية، وانتهت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط ايجابي بين تنمية سوق الأوراق المالية والوسطاء الماليين والنمو الاقتصادي.

إلا أن هذا الرأي لا ينطبق بالضرورة على الدول المتقدمة، إذ أن مجرد وصول عملية النمو إلى مراحل متقدمة فإن الطلب التابع يأخذ بالظهور.

(45) عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها،دار الفكر الجامعي الإسكندرية 2008ص239.

يؤدي نمو الاقتصاد إلى خلق وتوليد طلب جديد على الخدمات المالية، ويرجع ذلك إلى طلب المستثمرين والمدخرين في القطاع الحقيقي على الخدمات، فتتحول العلاقة إلى شكل آخر، حيث تصبح عملية النمو الاقتصادي العامل المولد للنمو المالي.[46]

قام كل من King و Levine باختبار العلاقة بين الوساطة المالية والنمو الاقتصادي في الأجل الطويل، باستخدام بيانات لثمانين دولة للفترة 1960–1989، وقد استنتجا، بعد التحكم في عناصر عديدة لعملية النمو، أن نمو الوساطة المالية مرتبط بشكل قوي بمعدل النمو الاقتصادي في الأجل الطويل، والتحديد المسبق لمعدل نمو الأسواق المالية يستخدم كأداة جيّدة للتنبؤ بمعدل النمو الاقتصادي للدولة.[(47)]

6 ـــ أثر كفاءة أداء الأسواق المالية على النمو الاقتصادي : يتفق كل من Drake و Dickie [3] على أهمية الدور الإيجابي لسوق الأوراق المالية في الدول النامية، لكنهما لجدان أن آليات السوق في بعض الدول النامية قد تكون غير فعالة وربما تؤدي إلى توزيع غير عادل للدخل والثروة. وعلى الرغم مما تنادي به بعض الدراسات الاقتصادية من أن العلاقة بين النمو المالي والنمو الاقتصادي تسير في الاتجاهين، إلا أن نتائج معظم الدراسات التطبيقية تعضد اتجاه السببية من النمو المالي إلى النمو الاقتصادي وليس العكس. [4]

ما يمكن استخلاصه هو أن العلاقة بين درجة تطور الأسواق المالية ومعدلات النمو الاقتصادي ترتبط إيجابا، حيث تمارس الأسواق المالية هذا التأثير من خلال أسواق الإصدار والتي تنعكس التطورات بها بشكل مباشر على الاستثمارات الحقيقية وبالتالي ارتفاع معدلات النمو، بينما يؤثر السوق الثانوي على الاقتصاد الحقيقي بشكل غير مباشر عن طريق تحقيق السيولة، تنويع المخاطر، توفير المعلومات وتعبئة المدخرات.

---

46 منجد عبد اللطيف الخشالي، فاعلية السوق المالي في تعبئة المدخرات و تمويل الاستثمارات:دراسة لحالة سوق الأوراق المالي الليبي بحث مقدم للندوة التي نظمها سوق الأوراق المالية الليبي ،طرابلس 2010،ص4

47- محمد محمود ولد خطري، الأسواق المالية الناشئة مع دراسة تطبيقية على تونس و مصر، رسالة ماجستير في الاقتصاد المالي القاهرة معهد البحوث و الدراسات العربية ،2004،ص68

3 – voir :

- DRAKE PJ, securités market in less devlopped countries, in Journal of developement studies vol 13 n2 1977.

- dickie R.B development of third world securités market, an Analysis of general principles and a case study of the indonisian market, in low and international business, vol 13, 1981, pp177-222

4 صلاح زين الدين، مرجع سابق، ص5

المطلب الثالث: مؤشرات نمو الأسواق المالية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

تحظى الأسواق المالية في اقتصاد أي بلد بأهمية حاسمة بالنسبة لتنميته، وتعمل أجهزة أسواق الأوراق المالية على تعزيز النمو، كما تتيح النظم المالية القوية معلومات موثوق بها، يسهل الوصول إليها، وهذا من شأنه أن يخفض من تكاليف المعاملات، ويحسن بدوره من تخصيص الموارد ويعزز النمو الاقتصادي. وتشمل المؤشرات الواردة هنا حجم أسواق الأوراق المالية ودرجة سيولتها.

الفرع الأول: مؤشرات حجم أسواق الأوراق المالية : إن اتساع حجم السوق له أثره على مختلف الوظائف ، على رأسها وظيفة التمويل .

1- الرسملة السوقية : يعتبر معدل القيمة السوقية للأسهم المقيدة، والذي يعرف بمعدل رسملة البورصة من أهم مؤشرات قياس حجم البورصة، ويوافق هذا المعدل القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في البورصة نسبة إلى الناتج المحلي الخام حسب الصيغة الآتية:

$$MCR = CM/GDP$$

حيث: MCR معدل رسملة البورصة.

CM رسملة البورصة (القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في البورصة).

GDP الناتج المحلي الخام.

لتحديد أهمية البورصة في الاقتصاد الوطني، يتم الربط بين رسملة البورصة والناتج المحلي الخام كمؤشر للنشاط الاقتصادي على المستوى المحلي.

لم تتجاوز هذه النسبة الواحد حتى نهاية السبعينيات لدى العديد من الدول، غير أن هذا المؤشر شهد تباينا بين الدول نهاية القرن العشرين، حيث فاقت هذه النسبة مرتين الناتج المحلي الخام لبعض الدول، مثل: هونج كونج، سنغافورة وماليزيا، في حين قاربت هذه النسبة الواحد لدى الولايات المتحدة الأمريكية واليابان.

يفسر هذا الاختلاف بدرجة اعتماد القطاع المالي على البنوك أو على الأسواق المالية في تمويل العمليات الاقتصادية.[48]

لا يعني حجم البورصة الكبير بالضرورة أنها تعمل بكفاءة، غير أن الفرضية المستخدمة حول المؤشر هو أن اتساع حجم سوق الأوراق المالية يرتبط إيجابا مع قابلية أكبر لتنشيط رأس المال وتنويع المخاطر.

من أوجه قصور هذا المعيار، هو عدم أخذه بعين الاعتبار لبعض الأسهم غير المدرجة في البورصة والتي يجري تداولها خارج البورصات الرسمية، على الرغم من الدور الذي تلعبه في الاقتصاد.[49]

---

[48] World Federation of Exchanges, annual report 2001, Paris: March 2002, p.79

[49] Michael LEAHY, and all, "Contribution of financial system to growth in OECD countries", OECD, Working Papers n°:280, 2001, p.14 available through OECD's Internet Web site at: http://ideas.repec.org/p/oed/oecdec/280.html

2– تركيز سوق الأوراق المالية : إن الهدف من حساب مؤشر التركيز، هو تحديد مدى سيطرة العشر شركات الأكبر في تحديد اتجاه السوق، من خلال نسبة رسملتها مقارنة بإجمالي الرسملة السوقية.

إن ارتفاع درجة التركز دليل على تمتع الشركات المسيطرة بقوة سوقية تمكنها من التحكم في الأسعار أو في حجم العرض الكلي، وتسمح لها بالقيام ببعض الممارسات الاحتكارية[50]، وتتضح العلاقة بين درجة التركز في السوق ومستوى الأداء له من خلال علاقة ارتباط الموجبة بين التركز والإنتاجية، و أن الشركات المسيطرة تحقق معدلات عائد مرتفعة بالمقارنة بالشركات الأخرى، وأن الفروق السعرية تكون أكثر اتساعا في الأسواق التي تتميز بسيطرة عدد قليل من الشركات الكبيرة بالأسواق الأخرى.

3– المؤشر البورصي في أسواق الأوراق المالية : مؤشر السوق هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية، ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة معينة، ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، مما يمكّن من التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو للأسفل، حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها.

يمثل مؤشر السوق مقياسا شاملا لاتجاه تحرك السوق، فهو يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعيا للمستثمر عن سوق الأوراق المالية، أو مجموعة معينة من الأسهم.

يلاحظ في تعريف مؤشر السوق، أنه يعتمد على التغير في سعر الأوراق المالية في نقطة زمنية محددة، عن طريق الفرق بين سعرها الحالي والسعر الماضي، لكن تغير الأسعار ليس هو المؤشر الوحيد الذي يعكس تحركات السوق واتجاهها، بل هناك عوامل أخرى تؤثر في الأسعار. كما يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، بالاستناد على عيّنة من أسهم الشركات، التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنتظمة وغير المنتظمة أو كلاهما، وغالبا ما يتم اختيار العينية بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق رأس المال المستهدف قياسه.[51]

من هذا المفهوم نستنتج وجود نوعين من المؤشرات:

– مؤشر عام: يقيس حالة السوق بصفة عامة، وهو المؤشر الذي يقيس حالة الاقتصاد الكلي؛
– مؤشر جزئي (قطاعي): يقيس حالة السوق في قطاع معين.[52]

تفترض عملية متابعة سوق الأوراق المالية، تحديد سلة من المؤشرات الفعالة القادرة على عكس وبشكل مستمر، الخصائص وتطور المنتجات المالية.

---

[50] علياء نبيل بسيوني خضير، هيكل السوق وفعالية السياسة المالية: حالة مصر، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في الفلسفة الاقتصادية، كلية التجارة، جامعة حلوان، 2007

[51] لمزيد من التفاصيل أنظر:(COSOB), guide de l'investisseur, November 1997, p 21
- محمد صالح الحناوي، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 251
-P. TOPSCALIAN, Les indices boursièrs sur action, Economica, Paris1996, p : 09

[52] رشيد بوكساني ، مرجع سابق ص 13

إن الهدف من خلال نشر المؤشرات، وبشكل دوري، إعلام المستثمرين بشكل ملخص ومختصر حول تطور السوق خلال فترة زمنية محددة.[53]

يتم حساب المؤشرات البورصية بطريقة علمية على أساس عيّنة تمثيلية من الأسهم الأساسية، من ناحية الوزن والأكثر استقرارا والمسعرة على مستوى البورصة، بحيث يكون المؤشر الذي يضم جميع مفردات السوق أو قطاع منها، أكثر تمثيلا لها من المؤشر الذي يشم عينة منها، وحذا بدوره يتوقف أيضا على قيمة أسهم العينة نسبة إلى القيمة الإجمالية لأسهم السوق ككل. فمؤشر ساندارزبور 500 يضم سهم من الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك، إلا أن هذه الأسهم تمثل 80% من القيمة الإجمالية للسوق[54]

الفرع الثاني: مؤشرات السيولة : تعبّر سيولة سوق الأوراق المالية عن سهولة تداول القيم المالية بها بيعا وشراء، أي إمكانية تحويلها إلى نقود في فترة زمنية قصيرة وبدون خسارة في قيمتها، أو بمعنى آخر بدون تغير في السعر.[55]

كذلك تتحقق سيولة سوق الأوراق المالية من خلال تنفيذ الصفقات بدون تكلفة، وإن وجدت تكون منخفضة جدا، حيث إذا كانت تكاليف الصفقات المالية عالية، تصبح هناك صعوبة في التحويل إلى نقد دون خسارة في قيمتها.[56]

لسيولة سوق الأوراق المالية عدة خصائص نذكر منها الآتي:

– وقت التداول: أي وجود العدد الكبير من المشترين والبائعين للورقة المالية في جميع الأوقات، والقدرة على تنفيذ الصفقة فورا، فإذا لم يوجد التداول انعدمت السيولة، فسيولة السوق تفرض على الأقل وجود عرضا واحدا وطلبا واحدا.

– الشدة: وهي القدرة على شراء وبيع الأوراق المالية بنفس السعر وفي نفس الوقت.[57]

– استمرارية السعر: وتعني أن أسعار القيم المالية لا تتغير كثيرا من صفقة إلى أخرى، إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار.

– العمق: ونقصد به قابلية السوق على تنفيذ صفقات كبيرة بدون تأثيرات مهمة على سعر الورقة المالية.

---

[53] منذر عبد الكريم مرهج، أثر استيراتيجية توقيت السوق على أداء الاستثمار في البورصة المصرية، بحث مقدم للحصول على درجة دكتوراه الفلسفة في إدارة الأعمال، قسم إدارة الأعمال،كلية التجارة بالإسماعيلية،جامعة قناة السويس، 2004، ص52

[54] منذر عبد الكريم مرهج، مرجع سبق ذكره، ص 53

[55] Benic and fanic, « Stock market liquidity :comparative analysis of creation and regional markets » , Financial theory and practice,2008,p 479

[56] Fleming, "measuring treasury market liquidity", frbny economic policy review, September.2003,p8

[57] Wyss , von,"measuring and predicting liquidity in the stock market", doctoral dissertation, St Gallen university ,2004,p6

تدعى الأسواق التي تفتقد إلى خاصية العمق بالأسواق الضحلة، لأنها تتميز بوجود عدد ضئيل من أوامر البيع والشراء، ولأن فارق الأسعار بين هذه الأوامر يكون واسعا، وينعكس ذلك على نشاط التداول في السوق. فالأسواق الضحلة لا تتحرك إلا إذا حدثت تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية، أما الأسواق العميقة فإن أسعار الأوراق المالية فيها لا تختلف إلا قليلا من صفقة إلى أخرى فينتج عن ذلك تقليص المخاطر للتعرض للخسارة على مستوى هذه الأسواق،[58] ولأنهم يأخذون مخاطرة أقل، فإن الفارق (أي الربح المطلوب) بين أسعار الطلب والعرض في الأسواق العميقة يكون ضيقا. ولتأمين خاصية العمق في السوق، يجب أن تتوفر للمشاركين في السوق وسائل اتصال جيّدة سريعة، ورخيصة حتى يتمكنوا من العثور بسرعة على كافة أسعار العرض والطلب ويتمّوا الصفقات.

تفتقد الأسواق المشتتة إلى العمق، لأن عددا كبيرا من أسعار العرض والطلب لا يمكن التعرف عليها في الفترة الزمنية الوجيزة اللازمة لإتمام الصفقة، أي أن هناك صعوبة في الاتصالات بين المتعاملين في السوق و/أو أن تكلفة الاتصالات باهظة، ويكون الفارق بين أسعار الطلب وأسعار العرض واسعا في هذه الأسواق، وتستغرق عملية إتمام صفقة بيع أو شراء أوراق مالية وقتا طويلا.

1– حجم التداول : يقيس حجم التداول حجم ومستوى الأسهم التي تم مبادلتها في فترة زمنية سواء كانت يوما أو أسبوعا أو شهرا أو غير ذلك. ترتبط السيولة بتردد المبادلات و التسعيرات المرهونة بعدد الأوامر ، وتتحسن من خلال التسهيلات المقدمة عند مقابلة أوامر البيع بأوامر الشراء و المتمثلة في سرعة الاستجابة أي سرعة تنفيذ الصفقات و انعدام أو انخفاض تكاليف المبادلات.[59]

اهتم كل من EASLEY و O'HARA [60] بدراسة أهمية حجم المبادلة على سيولة السوق وتأثيره من أجل تحقيق السعر العادل.

يعتبر حجم تداول الأسهم عاملاً مهماً جداً ومن العوامل التي يبنى عليها القرار في الاستثمار بالأسهم ويعتبر كذلك من أهم عوامل التحليل الفني، وهو تحديداً دراسة العلاقة بين السعر وحجم التداول على السهم. ولتوضيح أهمية الحجم في تداول الأسهم، فإن سعر أي سهم يتحدد من خلال عدد

---

[58] إيمان عبد اللطيف حسن المولى،مؤشرات قياس سيولة الأوراق المالية و أثرها في النمو الاقتصادي،مجلة تكريت للعلوم الادارية والاقتصادية، جامعة تكريت، كلية الادارة و الاقتصاد، المجلد7/العدد 23، 2011، ص120

[59] -D. EASLEY & M. O'HARA , « Price, Trade Size, and Information in Securities Markets », in *Journal of Financial Economics*, 19,1987, p 69-90

[60] *-Les Américains David Easley et Maureen O'Hara, deux pionniers en matière de formation des prix sur le marché financier, publient, en 1987, dans le* Journal of Financial Economics, Price, Trade Size, *and Information in Securities Markets (prix, taille des transactions et information sur les marchés financiers*

الأسهم المعروضة وعدد الأسهم المطلوبة، فإذا كانت عروض البيع أكثر من عروض الطلب انخفض السعر، وإذا كانت طلبات الشراء أكثر ارتفع السعر.[61]

2- معدل دوران الأسهم : يعد معدل دوران الأسهم من أهم المعايير التي يجب أن يأخذها المستثمر في الاعتبار قبل اتخاذ قرار الاستثمار بالأوراق المالية، كما أنه يعد أحد معايير المفاضلة ليس فقط فيما بين الأسهم المدرجة في سوق ما، بل تتعدى ذلك لتشمل المفاضلة فيما بين الأسواق المالية المختلفة بالنسبة للمستثمرين الأجانب.

يمكن القول أن معدل دوران الأسهم يستهدف بصفة أساسية قياس درجة سيولة سوق مالي ما، أو سهم ما دون الآخر، ويقصد بالسيولة في هذه الحالة توفر أوامر الشراء والبيع في معظم أيام التداول أو من الأفضل في جميع أيام التداول، أو بمعنى آخر إمكانية تحويل السهم إلى نقدية بسرعة وبأقل تكلفة وبسعر يقارن بآخر سعر للتداول.

كلما زادت معدلات التداول على السهم، ارتفعت سيولته بما يتيح فرصاً للمستثمرين للدخول والخروج من هذا السهم متى أرادوا، وبالتالي تقلص عامل المخاطرة على الاستثمار في السهم، حيث تؤدى السيولة إلى توفير فرصا أوسع للشراء والبيع وتزيد من الجاذبية الاستثمارية لسهم ما أو سوق ما وتعمل السيولة على انتظام الأسعار أو استقرارها في السوق، حيث تؤدي إلى انخفاض التقلبات الحادة في السعر ومن ثم انخفاض حدة التذبذب فيه، وهو ما يطلق عليه في بعض الأحيان عمق السوق، وهناك مؤشر آخر لقياس مدى سيولة سهم ما غير معدل دوران السهم، يتمثل في نسبة أيام التداول لسهم معين إلى إجمالي أيام التداول، وذلك خلال فترة معينة.

توجد طريقتان لحساب معدل دوران السهم، الأولى تركز على قيمة الأسهم المتداولة لسهم شركة ما خلال فترة زمنية ما، منسوبة إلى إجمالي القيمة السوقية لأسهم ذات الشركة خلال ذات الفترة الزمنية، بينما الطريقة الأخرى تركز على عدد الأسهم المتداولة لسهم شركة ما، خلال فترة زمنية ما منسوبة إلى إجمالي عدد الأسهم المكتتب فيها والمصدرة من جانب ذات الشركة خلال ذات الفترة الزمنية.

ينصح دائماً بشراء الأسهم ذات معدل الدوران المرتفع مقارنة بمعدل الدوران للشركات الأخرى المثيلة، أو مقارنة بمتوسط معدل الدوران لأسهم القطاع الذي تنتمي إلى الشركة محل التقييم، أما الأسهم ذات معدلات الدوران المنخفضة فمن غير المستحب المجازفة بالاستثمار فيها، حتى لو

---

[61] - *Chaouch Syrine, « La sous-évaluation initiale et la liquidité des titres nouvellement introduits sur la BVMT» Maitrise en Finance, FSEGT, Tunisie, 2007,site électronique :* http://www.memoireonline.com/03/09/2023/m_La-sous-evaluation-initiale-et-la-liquidite-des-titres-nouvellement-introduits-sur-la-BVMT.html

كانت تعطي معدلات عائد أو ربحية سنوية مرتفعة إلى حد ما، نظراً لما سينتج عند ذلك من تجميد للاستثمارات وتقليل درجة مرونة المستثمر في التحول من استثمار إلى آخر، أو من سهم إلى آخر في ضوء التغيرات التي تحدث في البيئة الاستثمارية المحيطة بالشركات المختلفة، في هذه الحالة يصعب على المستثمر تسييل استثماراته بسرعة ويسر، الأمر الذي يزيد أيضاً من درجة المخاطرة المصاحبة لهذا الاستثمار، نظرا لعدم قدرته على تفادي الآثار السلبية أو الأحداث الطارئة غير الإيجابية، التي قد تمر بالشركة منخفضة معدل الدوران.

قد يرجع انخفاض معدل الدوران لسهم شركة ما، إلى انخفاض نسبة التداول الحر لهذا السهم نظرا لارتفاع نسبة المساهمات الإستراتيجية بهذا السهم، أو قد ترجع إلى ارتفاع في القيمة التي يتم بها تداول السهم بالسوق بما يفوق قدرة غالبية المستثمرين بسوق ما، وفي هذه الحالة تحاول هذه الشركات التغلب على هذه المشكلة عن طريق إجراء تجزئة للقيمة الاسمية لسهم الشركة.

إذا أمكن تجزئة القيمة الاسمية للسهم، يساهم في زيادة عدد الصفقات المنفذة على سهم الشركة وذلك نظراً لما تسفر عنه عملية التجزئة من انخفاض في السعر السوقي للسهم، مما يساعد على أن يكون السهم في متناول شريحة أكبر من المستثمرين مقارنة بالوضع قبل التجزئة، ويؤدي إلى سرعة الخروج والدخول من هذا السهم، وينعكس أثر ذلك على درجة سيولة السهم من خلال زيادة معدل دوران السهم، وزيادة عدد الأسهم حرة التداول وكذلك زيادة عدد المساهمين.

يؤثر المعدل المرتفع على انخفاض تكاليف الصفقات. ويكمل هذا المؤشر بدوره معدل رسملة البورصة فأسواق الأوراق المالية ذات الحجم الكبير والتي تتسم بالركود تدل على أنه بالرغم من ارتفاع رسملة البورصة، إلا أن معدل الدوران بها منخفض. كما يكمّل هذا المؤشر معدل التداول نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، لأن معدل الدوران يرتبط بحجم السوق فيما يرتبط معدل التداول بحجم الاقتصاد ككل.

تعبر أسواق الأوراق المالية التي يكون حجمها صغيرا مع سيولة مرتفعة، عن ارتفاع معدل الدوران بها على الرغم من انخفاض معدل التداول.

الخلاصة

يمثل سوق الأوراق المالية أحد البدائل المتاحة أمام الأفراد و المؤسسات للاستثمار، فيتم من خلاله تجميع المدخرات و توظيفها في المشروعات المختلفة، و ذلك عن طريق قيام كل من المؤسسات والأفراد بشراء ما يصدر في هذا السوق من أوراق مالية، مع المحافظة في نفس الوقت على عنصر السيولة، و هو الأمر الذي يجذب قدر كبير من المدخرين حيث إمكانية تحويل الأصول إلى نقود دون تحمل تكلفة مرتفعة و العائد الذي يحصل عليه المستثمر في سوق الأوراق المالية، لا يقتصر فقط على الأرباح المتولدة عن الورقة المالية، و لكنه يحصل أيضا على عائد رأسمالي، متمثل في ارتفاع قيمة الورقة المالية في حالة الأداء الكفء للمؤسسات المصدرة لها.

إن قيام وحدات الوساطة المالية بتجميع الأرصدة اللازمة لتمويل عملية الاستثمار يقلل من تكلفة المبادلات، ومخاطر المعاملات. وبتطور القطاع المالي ومؤسساته تزداد القدرة على انتقاء المشروعات، ومتابعة أدائها، و اختيار الأفضل منها لتوظيف المدخرات بكفاءة بما يرفع حجم و نوعية الاستثمار، وبالتالي ترتفع معدلات النمو و بالرغم من هذه العلاقة بين نمو أسواق رأس المال و التنمية الاقتصادية، فإن الجدل النظري لا طالما دار بين مؤيد و معارض، حيث يشك المعارضون في أهمية الدور الذي يمكن أن يلعبه السوق المالي في عملية التنمية، إلى الحد الذي وصفها بعضهم بأنه لا يعدو أن يكون مجالا للمقامرة والمضاربة.

تتطلب عملية التنمية الاقتصادية في أي دولة تجميعا لرؤوس الأموال، حيث أنه من غير المكن أن تتحقق معدلات التنمية المنشودة في غيبة التكوينات الرأسمالية. و نظرا لكون البنوك التجارية لا تستطيع بمفردها الاضطلاع بتمويل الاستثمارات متوسطة و طويلة الأجل لقلة الأرصدة المتاحة لديها، كما أن قيامها بتمويل الاستثمارات بالعملة الوطنية قد يترتب عليه آثارا تضخمية.و هنا تبرز أهمية سوق الأوراق المالية في عملية النمو و التنمية الاقتصادية كأحد الآليات الهامة لتجميع المدخرات وامتصاصها من الأفراد، الشركات، القطاع العام و توجيهها لمسارها الصحيح. هذا علاوة على أنها تقوم بتحويل رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى القطاعات التي تفتقر إلى السيولة اللازمة لتمويل الاستثمارات متوسطة و طويلة الأجل التي تخدم بدورها أهداف التنمية في أي دولة.

تعتبر الاستثمارات أحد المحددات الهامة و الفعالة لتحقيق معدلات نمو أكثر ارتفاعا، و ذلك لأن الزيادة في مستوى الاستثمار يؤدي إلى زيادة أكبر في الدخل الوطني، بسبب تأثير المضاعف مما يساهم في الدفع بمعدلات النمو الاقتصادي .

الفصل الثاني

محاولة تحديد طبيعة كفاءة

الأسواق المالية واتجاهاتها

أثارت فكرة كفاءة سوق الأوراق المالية خلافا كبيرا بين المهتمين بتلك الأسواق، حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت مستقلة وعشوائية، فيقرر سعر الورقة المالية بناء على المعلومات الواردة، فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة المعلومات، اتصف السوق في هذه الحالة بالكفاءة والتي لها دور في تقليل المخاطر وتخفيضها إلى أدنى المستويات.

يمكن القول مبدئيا أن كفاءة الأسواق المالية قائمة على قدرة هذه الأسواق على أداء وظيفتها ، من حيث ما إذا كانت الأسعار المتعامل بها مؤشرات موثوق فيها وتتخذ على ضوئها قرارات الاستثمار.

كما يعد مفهوم "كفاءة السوق" مفهوما نسبيا وليس مطلقا، ويتوقف على مدى توافر مجموعة من الشروط و التي يتحدد بناء عليها الكيفية التي تتحقق بها ، و ما يمكن أن ينتج عنها من كفاءة اقتصادية،كفاءة كاملة، كفاءة تسعير، كفاءة تخصيص، .....

يعبر مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية في مجتمع ما، عن كفاءة هذا المجتمع في تخصيص موارده. ومن أهم المؤشرات التي يمكن أخذها في الاعتبار للحكم على كفاءة هذا السوق هو مستوى نشاط تداول الأوراق المالية، وعلى وجه خاص الأسهم والتي تعبر عن تحول موارد المجتمع بين الأنشطة الاقتصادية المختلفة وبما يمثل عمليات إعادة تخصيص لموارد المجتمع على الأنشطة الاقتصادية الأكثر كفاءة .

المبحث الأول: كفاءة الأسواق المالية ــ المفهوم والخصائص

يعكس سعر السهم الذي تصدره المؤسسة في السوق الكفء ، كافة المعلومات المتاحة عنها والتي تؤثر على القيمة السوقية للسهم. وإذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن الادعاء أنه في ظل السوق الكفء تكون القيمة السوقية للسهم، هي القيمة العادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر.

يمكن الادعاء في ظل السوق الكفء أن القيمة السوقية للسهم تمثل قيمته الحقيقية، وبالتالي لا يمكن لأي من المتعاملين أن يحقق عائدا غير عادي، ويكون العائد المحقق كافيا لتغطية المخاطر التي تعرض لها نتيجة الاستثمار في السهم محل الصفقة.

هذا لا يعني أن القيمة السوقية للسهم تبقى ثابتة على الدوام، فمع كل معلومة ترد إلى السوق والمتعلقة بالمؤسسة المصدرة للورقة المالية، يتوقع تغير في قيمة الورقة نحو الارتفاع أو الانخفاض حسب إيجابية المعلومة أو سلبيتها فيا يخص مستقبل المؤسسة.[62]

---

[62] علي حسن بهار،أثر المعلومة المالية و الإفصاح على أسعار الأسهم،مجلة البحوث الاقتصادية: مركز بحوث العلوم الاقتصادية،العدد الأول، بنغازي، ليبيا،2005،ص64

المطلب الأول: كفاءة الأسواق المالية: المفهوم والمحددات

نتطرق أولا لتحديد المفاهيم من أجل الوقوف على حقيقة الكفاءة ، ثم ما يحد من هذه الكفاءة.

الفرع الأول: مفاهيم حول كفاءة الأسواق المالية: تعتبر كفاءة الأسواق المالية نظرية تعددت الدراسات حولها وتعددت بذلك التعاريف لها ، وقد قدّم أول تعاريف لها كالأتي:

ـــ تعريف (Jensen، 1978) : كفاءة السوق بمفهوم انعدام الأرباح الغير عادية .

يكون السوق المالي كفؤا بالنسبة لمجموعة من المعلومات المعطاة، في الحالة التي لا يستطيع فيها تحقيق أرباح على أساس هذه المعلومات. ويقصد هنا بالأرباح معدل المردودية المقترن بالخطر وصافي التكاليف.(63)

كما يرى Jensen أن السوق يكون كفؤا بالنظر إلى المعلومات المتوفرة، وذلك طالما كان من المستحيل تحقيق أرباح بالاعتماد على هذه المعلومات. بمعنى أن متوسط الأرباح الذي يحققه مستخدمو هذه المعلومات في السوق يساوي الصفر، أي أنه لا يمكن تحقيق أرباح غير عادية في هذا السوق.

ـــ أعاد (FAMA، 1991) صياغة تعريف Jensen بمفهوم الأرباح الإضافية = التكاليف الإضافية. حيث تعكس الأسعار على مستوى السوق الكفء المعلومات، إلى درجة أين تصبح الأرباح الإضافية الناتجة عن استعمال المعلومة المحصل عليها تساوي بالضبط التكاليف الإضافية الناتجة عن استعمال تلك المعلومة. (64)

كما عرّف Fama السوق الكفء بأنه " ذلك السوق الذي يشتمل على عدد كبير من المتعاملين العقلانيين والراغبين في تعظيم أرباحهم، وأن أسعار الأوراق المالية فيه تعكس جميع المعلومات المتاحة المتعلقة بالأحداث الماضية والجارية والمتوقع حدوثها مستقبلا. أي يشمل سعر ورقة المالية في أي وقت المعلومات الماضية والحالية والمستقبلية.(65)

ـــ ينظر (BEAVER، 1981) لكفاءة السوق بمفهوم القيمة الحقيقية للأصول المالية تساوي سعرها.[4]

أي على أساس كيفية إحداث التوازن في أسعار الاستثمارات، حيث تعتمد أسعار الاستثمارات في

---

(63)JENSEN, M.C. (1978). « Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency»,*Journal of Financial Economics*, Vol. 6, pp. 95

(64)FAMA, E.F. (1991), « Efficient Capital Markets: II », *Journal of Finance*,Vol. 46, No. 5, pp. 1575

(65)عصام فهد العربيد،"الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، دار الرضا للنشر، دمشق، 2002، ص46

4 ـــ محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العيد: تحليل وتقييم الأوراق المالية – دار الجامعية الإسكندرية سنة 2002

فترة زمنية معينة على المعلومات التي تصل للأفراد خلال هذه الفترة، ويكون السوق غير كفء إذا لاحظ المستثمرون وجود فرق بين القيمة الحقيقية للاستثمارات وسعرها.

أي أنه ربط كفاءة السوق بالمعلومات التي تصل إليه و أثرها على توازن سعر الاستثمارات وقيمتها الحقيقية.

ـــ في حين يرى كل من Haim& Marshall (1970) أن أحسن سعر لورقة المالية في أي وقت مساو لسعرها الحالي[1] .

أي أنه يمكن النظر للكفاءة على أساس أن المعلومات المناسبة المعطاة عن الأوراق المالية تنعكس على أسعارها، بمعنى أنه يكون في السوق الكفء أفضل توقع لقيمة الورقة المالية متمثلا في سعرها الحالي، وأنه لا يمكن تحقيق أية أرباح غير عادية بالاعتماد على المعلومات الجديدة.

وعليه يمكن وصف الأسواق المالية التي تتسم بالكفاءة، على أنها الأسواق التي تكون في حالة التوازن المستمر، بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيها مساوية تماما لقيمتها الحقيقية، وتتحرك بطريقة عشوائية، دون إمكانية السيطرة عليها.

تلعب المعلومة دورا هاما في السوق الكفء، إذ تعتبر الأساس الذي يعتمد عليه المتعامل في اتخاذ قراره بالاستثمار في ورقة مالية ما من عدمه. وتعتبر الميزانيات المحاسبية، وجدول حسابات النتائج، والتقارير السنوية، والنشرات التي تفرضها لجنة تنظيم ومراقبة البورصة على المؤسسات المسجلة في البورصة، من أهم مصادر المعلومات اللازمة لاتخاذ قرارات الاستثمار المناسبة في أسواق رأس المال.[2]

كما يعتبر سوق مالي كفؤا إذا وفقط إذا أدمجت وفورا كل المعلومات المتاحة والمتعلقة بكل ورقة مالية مسعرة في سعر هذا الأصل. بمعنى أنه وحتى يكون السوق كفؤا كل معلومة إضافية جديدة متعلقة بأصل ما ترد السوق يجب أن تغير سعر هذا الأصل فوريا[3]

فإذا اعتبرنا سوق نيويورك كفؤا، فبمجرد تحديد نتيجة مؤسسة مسعرة على مستواه، فإن سعر أسهم هذه المؤسسة يتغير بالشكل الذي تم فيه إدماج هذه المعلومة. بالمثل إذا كان سوق الصرف كفؤا فإن كل تغيير على مستوى أسعار الفائدة الأمريكية، عليه أن يتوافق مع تغيرات سعر صرف الدولار حيث يكون سعر الصرف الجديد يحوي مباشرة المعلومة الجديدة.

1- Haim Levy and Marshall Sarnat, ‘‘alternative efficiency criteria:an empirical analysis’’, the journal of Finance,volume 25,issue 5, 1970, P1153

[2] لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال و أثرها على القيمة السوقية للسهم: دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010، ص81

(3)Gunther Capelle- Blancard, Efficience des marchés et anomalies, conférences au collège de Bruges,2009,p6

أخيرا إذا ما أثّر حدث هام على قدرة المؤسسة بالوفاء بالتزاماها، وكانت هذه المؤسسة قد قامت بإصدار سندات، مع ارتفاع خطر عدم القدرة على السداد، فإن سعر السندات المطروحة يتغير فوريا بالشكل الذي يضم فيه خطر إضافي بعدم السداد.

كما يمكن القول أن حدثا وحيدا له القدرة في التأثير، وفي نفس الوقت على عدة أسواق مسعرة لعدة أنواع من الأصول المالية، فإذا طرأ حدث أثّر على نتيجة مؤسسة مسعرة وهذا الحدث من شأنه التأثير على قدرها في السداد، الإعلام عن هذا الحدث من شأنه المساس بتسعيرة أسهم هذه الشركة أيضا تسعيرة سنداها وميكانيزمات امتيازات الشراء وبيع أسهم هذه المؤسسة.

كذلك إذا طرأ حدث سياسي أو اقتصادي يمس بعدة مؤسسات في نفس الوقت، فإن لهذه المعلومة المتعلقة بهذا الحدث القدرة على تغيير أسعار أصول هذه المؤسسات وفي أسواق مختلفة.

الفرع الثاني: **محددات السوق المالي الكفء**: إذا قمنا بتحليل تغيرات تسعيرة أصل معين، نجد أن التغيرات تتبع مسارا عشوائيا، بحيث لا يمكن لها إتباع ميل متتالية أو معادلة رياضية وهذه نتيجة تقترن بتعريف جديد للكفاءة، حيث في سوق مالي كفء أسعار الأصول المالية تتبع مسارا عشوائيا، أي سوق الصدف.

من جهة أخرى نجد أن السوق يكون كفؤا إذا ما تساوى سعر الأوراق المالية بقيمتها الحالية أخذا بعين الاعتبار قيمتها الاستعمالية: هذا التعريف قائم بين السعر والقيمة، ناتج عن المنافسة بين المستثمرين وعمليات الحكم الناتجة في حالات الاختلاف، ومنه تكون التسعيرة في هذا السوق القيمة الفعلية، أين يصبح مصطلح: مقيم بـــ "قيمة أكبر".....أو بـــ "قيمة أقل"بدون معنى .

لا يمكن لأصل مالي مقيم في سوق مالي كفء، أن يكون مقيما بأعلى أو أقل من قيمته والأسعار المحددة لا تسمح بمداخيل لرؤوس الأموال المستثمرة بصورة غير عادية، أي مرتفعة بالمقارنة بالمستوى الذي يوافق مواصفاته.

على مستوى السوق الكفء أسعار الأوراق المالية مساوية تماما لقيمتها الأساسية، ومنه لا أصل لوجود عمليات المضاربة غير العقلانية.

يعكس سعر السوق بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة بالسوق عن الأوراق المالية بسرعة وبدقة.

تنص النظرية على أن السعر السوقي للسهم هو سعر صحيح، ويقدم إشارة دقيقة وصحيحة على اتجاه كفاءة تخصيص الموارد، ويشير هذا المفهوم إلى ثلاثة عناصر رئيسية:

1- التأثير الكامل: يفترض مفهوم الكفاءة أن المستثمر يستوعب كل المعلومات لاتخاذ القرار فيما يتعلق بالبيع والشراء، ومن ثم تعكس أسعار أسهم أي شركة كل المعلومات المفروض أن تؤثر عليها.

2– جميع المعلومات متاحة: يفترض مفهوم الكفاءة أن كل المعلومات الموجودة متاحة، وتنعكس على الأسعار متضمنة المعلومات الماضية وكذلك المعلومات الجارية في الحاضر وأيضا المعلومات المستقبلية مثل توقع المستثمرين، انخفاض معدلات الفائدة مما ينعكس على الأسعار في الوقت الحاضر.

3– السرعة والدقة: ينطوي مفهوم الكفاءة على إحداث التعديل في الأسعار بسرعة، مع معرفة المعلومات الجديدة وتوفر معلومات غير متحيزة، الأمر الذي يؤدي إلى هبوط الخطأ في القيم المتوقعة ولا يعني هذا أن السعر الجديد يعكس دائما سعر التوازن الجديد، لكنه فقط يكون سعرا عادلا للتوازن النهائي الذي يحدث بعد قيام المستثمر بتقييم كل المعلومات.كما لا يوجد في السوق الكفء فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة وبين الوصول إلى نتائج بخصوص سعر الأوراق المالية . [1]

والعمليات التي قامت بها الشركة المصدرة، أما نوعية المعلومات الواجب الإفصاح عنها، فلا بد أن تكون واضحة وسهلة الفهم وموضوعية، وتعرض في الوقت المناسب، وغالبا ما يعمل على ربط الإفصاح بالمجال المحاسبي، ويقصد هنا بالإفصاح المحاسبي على أنه أحد المبادئ المحاسبية الرئيسية التي تلزم الوحدات بعرض المعلومات الملائمة على النشاطات الاقتصادية كافة، أو بالشكل الذي يمكن مستخدمي المعلومات من اتخاذ القرارات الاقتصادية المختلفة، كتقييم الأداء وتقييم السيولة وربحية الشركة، أو قدرتها على إحداث توسعات ونمو في النشاط.

المطلب الثاني: **أنواع كفاءة الأسواق المالية** : لا يوجد نوع واحد للكفاءة ، وعليه لابد من مناقشة مختلف الأنواع لكفاءة الأسواق المالية .

الفرع الأول: **الكفاءة الكاملة** : يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر فتوقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف.[2]

تبرز أهمية الإفصاح عن المعلومات، في مساعدة المستثمرين في معرفة الأنشطة الاقتصادية كافة لكي يسمى مفهوم كفاءة السوق بالكفاءة الكاملة، يقتضي توفر نفس شروط سوق المنافسة الكاملة والمتمثلة في:

– اتصاف المستثمرين بالرشد والعقلانية الاقتصادية، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.

---

1 - بن حاسين بن اعمر لحسين جديدين ، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية: دراسة حالة بورصة السعودية-عمان-تونس-المغرب، ص237

http://www.univ-ouargla.dz/Pagesweb/PressUniversitaire/doc/ABPR/E02/E0214.pdf

2- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية،2004، ص75

- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف.
- عدم وجود قيود على التعامل، مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها من شأنها أن تحد التعامل على هذه الأسواق.
- للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدها من الأسهم ودون شروط وبسهولة ويسر.
- وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.[66]

ينبغي توفر جملة من الشروط لتحقق الكفاءة الكاملة، نذكرها فيما يلي :

1 ــ عقلانية المستثمرين: تتجلى من خلال ما يلي:

أ ــ عناصر العقلانية: لا تكون الأسواق المالية كفؤة، إلا إذا انتهج الأعوان الاقتصاديون الناشطون على مستواها سلوك العقلانية وهذا يفرض شرطين:

- على الأعوان الاقتصاديين التصرف بطريقة متماشية والمعلومات المحصل عليها، فإذا ما تنبأ المستثمرون بحدث من شأنه رفع التسعيرة لورقة ما، وهذا يستلزم بالمقابل تقديم عروض شراء أو الاحتفاظ، وبالعكس حالة معلومة من شأنها خفض التسعيرة هذا يستدعي منهم القيام بعروض البيع.
- انصياعا للنظرية الاقتصادية، فإن المستثمرين في الأوراق المالية من خلال عمليات الشراء والبيع يبحثون على تعظيم المداخيل، التي يمكن تحقيقها عند مستوى معين من الخطر، أو تقليص الخطر لتحقيق مستوى معين من الدخل.[67]

ب ــ مدى *تحقق* الشرط الأول: لا يتسم كل المتعاملون على مستوى الأسواق المالية بالعقلانية، رغم انطباق هذه الصفة على غالبية المتدخلين، غير أننا نجد بعض من المضاربين أو المقامرين يتحدَون القوانين المالية ويدخلون السوق رغبة في الحصول على أرباح غير عادية.

من الواضح أنه على مستوى الأسواق المالية العالمية لا يتميز كل المستثمرون بالرشادة، وسلوكهم هذا قد يكون غير عمدي، وإنما متمثل في عدم رد الفعل أمام المعلومات الواردة إليهم، أن لا يكون هدفهم تعظيم الأرباح المستقبلية: هذه السلوكيات قد تكون لأسباب متعددة، كالمعالجة السيئة للمعلومات والحاجة العاجلة للسيولة مما يضطرهم للتخلي عنها في الحين الذي تؤول الأسعار نحو الإرتفاع.[68]

بغض النظر عن عدم رشادة هؤلاء المستثمرين، فإن تصرفات بعض المتعاملين العقلانيين قد تمس بكفاءة السوق، بالفعل فإن الأفراد المستثمرين قد تخلوا عن تسيير محافظهم للهيئات المتخصصة، التي

---

[66] قاسم شاوش لمياء،الأسواق المالية الناشئة مع دراسة حالة بورصة الجزائر، مذكرة ماجستير ، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير،جامعة سعد دحلب البليدة،2005، ص83

[67] philippe gillet op cit,P19

[68] Steve Ambler, L'efficience des marchés financiers, ECO6080,2010,P2-6 http://www.er.uqam.ca/nobel/r10735/6080/efficien.pdf

تحتوي على فرق تسيير كفؤة، ومنه الأفراد يستثمرون عن طريق الهيئات الجماعية لتسيير القيم المنقولة التي تمثل حاليا شريحة متزايدة من حاملي الأوراق المالية، غير أن هذه المهنية في تسيير المحافظ لها آثارها على كفاءة السوق، حيث أنه من جرّائها تظهر المنافسة بين المهنيين، ويكون قياس المهنية من خلال مقارنة الأداء، مما ينتج عن هذا أن هؤلاء المهنيين لا يأخذون خطر الابتعاد عن اختيار منافسيهم بحيث الابتعاد الطويل قد يؤدي إلى انخفاض هام في انجازاتهم.

يعتمد مسيري المحافظ لحساب الغير، سلوك التقليد، لذلك نجد القائد، التابع، المشوش. ;ينجر عن هذا السلوك انحراف أسعار الأصول المالية عن قيمتها الأصلية وارتفاع تذبذبها ،كذلك فيما يخص تداول المعلومة ومجانيتها ورد الفعل الفوري للمستثمرين، فغالبا ما نجد انحراف مؤقت بين لحظة إصدار المعلومة ومعالجتها، قد ترجع هذه العوائق إلى الهيئات والمنظمات البورصية ،أو الوقت الضروري لمعالجة هذه المعلومات الواردة يوميا إلى قاعات السوق. الانحراف المؤقت من شأنه التأخير في تعديل الأسعار.

حتى وإن كانت المعلومة قد بثت على شاشات قاعات الأسواق المالية، فإنه لن يتسنى للمستثمر الفردي (الحامل الصغير) الحصول على المعلومة إلا بعد مرور زمن، أي بعد إصدارها في الجرائد أو على الشاشة أو المجلات المالية، إضافة إلى أن وسائل الإعلام لا تقدم المعلومات المفصلة كتلك التي تقدمها وكالات الصحافة، لذلك فإن الحاملين الصغار لا يمكنهم الاستفادة من المعلومات الكاملة التي يتحصل عليها المهنيون، كما أن الحاملين الصغار ليست لديهم إمكانيات تحليل المعطيات كتلك التي يتمتع بها المهنيون، مما يؤدي بهم أحيانا إلى القيام بتصرفات غير عقلانية.

كما أنه لا يمكن للحاملين الصغار الدخول المباشر للسوق، إن الوقت الضائع الضروري لإصدار الأوامر يمدد الوقت المتخذ للتنفيذ، كل هذه الأسباب تشير إلى أن الحامل الصغير ينفذ عملياته متأخرا بالنسبة للمعلومات الصادرة، أين تصبح هذه الأوامر المتأخرة على أسعار الأوراق المالية المتضمنة مسبقا المعلومة أساس مبادرتهم.[69]

2 ـــ حرية تداول المعلومات ورد الفعل الفوري للمستثمرين: تسمح بما يلي:

أ ـــ حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب،و لا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق، أو على بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم و للشركة التي يرعب فيها .[70]

---

1 علي حسن بهار،أثر المعلومة المالية و الإفصاح على أسعار الأسهم،مجلة البحوث الاقتصادية: مركز بحوث العلوم الاقتصادية،العدد الأول، بنغازي، ليبيا، 2005، ص65

70 مفتاح صالح،معارفي فريدة،متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية:دراسة لواقع الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها،مجلة الباحث عدد07،جامعة محمد خيضر ،بسكرة،2009-2010، ص183

حتى يتسنى للأسعار الاحتواء الفوري لمجموع المعلومات المتاحة، لذا يجب أن يتم بث المعلومة لجميع الأعوان الاقتصاديين في نفس الوقت، حتى لا يتحصل عون على المعلومة بالمقارنة بعون آخر. بحيث يحصل المحلل المالي والمستثمر المختص والحامل الصغير على نفس الحظوظ، نفس المعلومة وفي نفس الوقت.

لكن ورود معلومات جديدة يوميا، يستلزم رد فعل فوري من طرف المستثمر، فإذا كان هذا عاديا بالنسبة لمتهن مختص، الذي يتدخل مباشرة انطلاقا من مكتب شركة البورصة، فالأمر يعتبر أصعب بالنسبة للمستثمر غير المهني.

ب ــ مدى تحقق الشرط الثاني: ليس هناك ما يضمن أن لا يكون لأحد من المتعاملين في أسواق رأس المال علاقات صداقة أو قرابة في المؤسسة المعنية، تسمح له بالحصول على المعلومات الضرورية قبل غيره من المتعاملين، كما لا يمكن إلغاء كليا فكرة وجود تكاليف للمعاملات، وإن تكن منخفضة ومتغيرة من سوق لآخر، ولم نشهد انعدام تكاليف المعاملات على مستوى أحد من الأسواق المالية.[71]

3 ــ مجانية المعلومة: يسمح ذلك بتحقيق ما يلي:

أ ــ يمكن لكل الأعوان الاقتصاديين الحصول على المعلومة دون أن يستلزم ذلك نفقات تسيير إضافية.

ب ــ **مدى تحقق الشرط الثالث** : إذا كانت المعلومة مكلفة، فهذا يجعل الأعوان الاقتصاديين يفكرون في ما إذا كانت التكلفة أكبر من الخسائر المحتملة الناجمة عن عدم الدراية بهذه المعلومة، وفي هذه الحالة يمكن أن نجد من المستثمرين من يعفي نفسه في الحصول عليها وبالتالي نجد من الأسعار من لا يأخذ بعين الاعتبار في تحديدها تغير المعطيات وهذا يخالف نظرية الكفاءة .[72]

4 ــ انعدام الضرائب وتكاليف المعاملات البورصية: يؤدي ذلك إلى ما يلي:

أ ــ إذا ما رأى الأعوان الاقتصاديون أن تكاليف العمليات والضرائب المطبقة تشكل عبئا، أو من شأنها إعدام الأرباح المتوقع تحقيقها، فهذا يجعلهم يترددون في الاستثمار، ولن يتحقق الاستثمار إلا إذا

---

[71] عباس يليدي جاد بليدي، دور شركات السمسرة فس دعم قرارات الاستثمار المالي،بحث مقدم للحصول على درجة الماجستير، قسم إدارة الأعمال،كلية التجارة و إدارة الأعمال،جامعة حلوان،2001، ص59

[72] Voir : Antoine Bouveret ,Gabriele Di Filippo, Les marchés financiers sont-ils efficients ? REVUE DE L'OFCE,110, JUILLET 2009, P96-133
http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/5-110.pdf

تأكد المتدخل بأن الربح المحتمل أكبر من مجموع الأعباء، وبالتالي فإن سعر الأوراق المالية لن يعكس وفوريا إجمالي المعلومات المتعلقة به.[73]

ب ــ **مدى تحقق الشرط الرابع:** فهو بعيد عن الواقع، إذ كل الأسواق المالية تضع شروطا محددة لقبول إدراج المؤسسات لديها.

كل الأسواق المالية العالمية تعرف تكاليف للمعاملات، حتى وإن كانت من أجل تحقيق دخل إجمالي للوسطاء الذين يضمنون إصدار الأوامر، صيانة أنظمة الإعلام، تسيير المبادلات مع ضمان حسن إنهائها، في حين أن عددا معينا من الأسواق يطبق ضريبة بورصية من شأنها رفع تكلفة العملية.

إن المصاريف المتعلقة بالتبادلات تتغير بشكل كبير، ليس من مكان لآخر، وإنما حسب السوق الكمية المتبادلة، وحسب نوع الأعوان، فنجد بذلك أن الحامل الصغير الذي يتعامل في السوق (أ) لا يتحمل نفس الأعباء التي يتحملها مستثمر الهيئة في السوق (ب).[74]

يسطر المفهوم الجديد للكفاءة على التناقض الذي تحتويه الأفكار الأولية للكفاءة، فنجد مثلا أنها كانت تنص على أن السوق الكفء، هو ذلك السوق الذي لا نجد فيه تكاليف للمبادلة، أما JENSEN [75] فيرى العكس، حيث تعد هذه التكاليف شرطا أساسيا للكفاءة، بحيث كلما ارتفعت تنخفض الأرباح المحققة وتكون الأسواق بذلك أكثر فعالية

5 ــ الذرية وتجانس المستثمرين و السيولة: نبينها فيما يلي:

أ ــ لن يقوم الأعوان الاقتصاديون بمبادلات لأسباب نقص السيولة، لأنه في هذه الحالة تعود عليهم تصرفاتهم بالأثر العكسي على تسعيرة الأوراق.

بالتالي حتى وإن تحصّل العون على معلومة سلبية، متعلقة بعدد هام من الأوراق المالية التي بحوزته فإنه لن يعرضها للبيع، إذا فكر أنه لن يجد طرفا يلبي عملية الشراء، بسبب نقص السيولة، وبالتالي فإنه يرتاب كون أن عرضه للبيع ــ خاصة إذا كان عدد الأوراق المالية كبيرا ــ من شأنه أن يحدث انخفاضا أكبر في الأسعار.

ب ــ مدى تحقق الشرط الخامس: تؤكد التجربة بوقوع ذلك في بعض الحالات، أين عرفت الأسواق المالية معاملات أبرمت وفي بورصة نيويورك، التي كانت لحساب المؤسسات المالية المتخصصة في

---

[73] عبد الله بن محمد الرزين، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، بتنظيم جامعة الزيتونة في المملكة الأردنية الهاشمية – عمان في الفترة من 16 ــ 1426/3/18هـ ، ص8

[74] علي حسين بهار، مرجع سبق ذكره،ص65

[75] 1978 « Market is efficient if prices reflect information to the point where the marginal benefit of acting on information (the profit to be made)do not exceed the marginal costs”

الاستثمار، وأن حجم الصفقات لبعض هذه المؤسسات كان من الضخامة بحيث ترك في بعض الأحيان آثارا على سعر الورقة المالية التي تتضمنها الصفقة. 76

تتطلب كفاءة السوق المالي وفرة السيولة وتجانس تام للمستثمرين، حيث لا يمكن لأي مستثمر التأثير على السوق بمجرد نيته في الشراء أو البيع لحجم هام من الأوراق المالية، يجب أن لا يكون خطر المقابل، حيث يصبح بذلك تغير التسعيرة راجع فقط للمضمون المعلوماتي لفعل المستثمرين ،كما أنه وفي كل الحالات لا يتغير السعر لأسباب السيولة، هذا شرط لا يعدّ مشكلا في سوق الصرف، أين يتم مبادلة سيولة بأخرى، غير أنه من الصعب تحقيقه في أسواق الأوراق المالية، خاصة على مستوى السوق الثانوي أو السوق خارج التسعيرة، حيث على مستوى هذه الأسواق يكون خطر السيولة كبيرا، حتى وإن تم حل المشكل أحيانا عن طريق عقود المقابل، هذه العقود مبرمة بين المؤسسة المسعرة والهيئة المالية حيث تتعهد هذه الهيئة ــ مقابل دخل محدد ــ باقتراح يوميا لسعر شراء وسعر بيع للورقة المالية بالطريقة التي يستطيع المستثمرون في كل وقت اقتناء أو التخلي عن الأوراق المالية على مستوى السوق، دون تحمل خطر المقابل، غير أن كل هذا يسري مع وجود خطر السيولة فنجد المتعاملين عندما يقبلون على تنفيذ أمر هام، فإنهم يقومون بتجزئته. مثلا يعرضون الأوراق المالية عبر عدة مراحل لتكن مثلا 5 مرات بنسبة 20% من الأمر بالكيفية التي لا يؤثرون بها على مجرى التسعيرة من خلال مشكل السيولة. ويكون الأمر المجزأ أحسن امتصاصا في السوق، غير أن هذه العمليات لها الأثر على كفاءة السوق، حيث إذا كان الأمر المصدر ناتجا عن معلومة متعلقة بورقة مالية، فإن تجزئة هذا الأمر سوف تثقّل سرعة تعديل التسعيرة، ومنه لن يظهر فوريا أثر المعلومة على السعر.

هناك تقنيات أخرى: الحجز أو مبادلة الكتل التي تعمل على تحديد أثار إصدار أمر هام على سيولة السوق. (77)

من خلال رد فعل سعر ورقة معينة نتيجة لأمر بالشراء أو بالبيع على مستوى السوق، لا بد من ملاحظة أثرين يعملان على تحريك سعر الأصل: أثر السيولة المقرونة بالاختلال بين عرض مرتفع

(76) أنظر:

Philippe Gillet,l'efficience des marchés financiers,2ème ed,Economica,2006
Philippe Askinazy,Daniel Cohen, Les 27 questions d'économie contemporaine,ed Albin Michel,2007
Dov Ogien, Pratique des marchés financiers, ed Dunod,2005

(77) نظريا يجب أن تتم إجمالي المبادلات المتعلقة بأوراق مؤسسة مسعرة على مستوى السوق ،إلا أنه في الحقيقة يوجد استثناءات :في الحالة التي يريد فيها متعاملان مبادلة حجم هام من الأوراق المالية بسعر متفق عليه ،يسمح لهم بذلك من أجل تجنب حالة اختلال السوق مع تحقيق هذه العملية خارج السوق و لكن مع علم السوق بها و بالتالي الإعلان عن العملية ليست لتمر بدون أن تترك الأثر على تقديرات المتعاملين.

وطلب ثابت (أو العكس)، المضرة بكفاءة السوق والأثر الناجم إثر المحتوى المعلوماتي المتضمن من خلال الأمر.

نجد أن تغيرا هاما على مستوى المبادلات في السوق، من شأنه إعلام هيئة المستثمرين بحدث هام مرتبط بالأصل المالي.

إن السيولة الراجعة لعدم توازن بين طلب ثابت وفائض عرضي (أو العكس)، في خلاف جزئي مع نظرية كفاءة الأسواق المالية. بالمثل فإن فرضية الذرية غير محققة، إذ أن أغلب المؤسسات المسعرة مراقبة من طرف المساهمين الدائمين الذين ـــ ولأسباب إستراتيجية ـــ لا يبيعون ولا يشترون الأوراق المالية مع ظهور معلومات مميزة، بحيث أنه من يبدأ في التحرك هم المساهمون الانتقاليون إثر تلقيهم المعلومات، بحيث يتم بعد ذلك تعديل الأسعار، بينما يبحث المساهمون الدائمون على الاحتفاظ بالسلطة، أو الحفاظ على مساهمة إستراتيجية، غير مبالين بالمعلومات التي من شأنها المساس بسعر أصل ما وبالتالي نجد أن هؤلاء المساهمين ينتهجون سلوكا لا عقلانيا .

الأمر الثاني، أنه من غير الممكن معرفة رد فعل السوق إثر بيع مجموعة أوراق المساهمين الدائمين (بالأغلبية)، هناك احتمال كبير بأن السعر سينخفض، ويصبح من الصعب معرفة ـــ على الأقل على مستوى سوق الأسهم ـــ إذا كان سعر السهم يعكس قيمته الأساسية الدقيقة .

يعتبر شرط الذرية الضروري لتحقيق مصداقية فرضية كفاءة الأسواق المالية، جد محدود نتيجة لوجود مساهمين دائمين يحوزون على مساهمات في مؤسسة لأهداف إستراتيجية .

مما تقدم يتضح أن مفهوم الكفاءة الكاملة يعد مفهوما نظريا لا يمكن أن يتوافر في أسواق الأوراق المالية، و في ظل هذا نكون قد انتقلنا من مفهوم الكفاءة الكاملة إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية.[78]

الفرع الثاني: الكفاءة الاقتصادية: نقصد بها مدى توافر المعلومات للمستثمرين من حيث سرعة وجودها وقلة كلفتها , بحيث تتحرك السيولة بسرعة فائقة ودقة كاملة , مع تحقيق أكبر عائد ممكن.

وتحقق شروط الكفاءة الاقتصادية تعني أن تلك الأسواق تساعد على التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية بين الاستخدامات المختلفة، وذلك يتطلب توفر الشروط التالية :

1- أن يكون استخدام الأسواق من قبل المتعاملين بأقل تكلفة ممكنة للتبادل.

2- هو أن تعكس الأوراق المالية المتبادلة في تلك الأسواق القيم الحقيقية للأصول المالية وحيث تكون متناسبة مع معدلات العوائد المردودة خلال حياة كل استثمار في تلك الأصول.

3- سعي الغالبية من المتعاملين في السوق إلى تعظيم ثرواتهم.

[78] عباس بليدي جاد بليدي،مرجع سبق ذكره، ص59

وعليه يمكن أن يعترف مفهوم الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية بوجود فاصل زمني بين ورود المعلومات واستجابة أسعار الأوراق المالية لتلك المعلومات،[79] مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل، [80]لكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار، لن يكون الفارق بين القيمتين كبيرا إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائه أرباحاً غير عادية على المدى الطويل.(81)

المطلب الثالث: أشكال كفاءة الأسواق المالية

إن السوق الكفء هو السوق الذي يحقق تخصيصاً كفؤا للموارد المتاحة، بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية. (82)

الفرع الأول: الكفاءة التخصصية: تدل على أن السوق قادر على توجيه رؤوس الأموال نحو الاستعمالات الأكثر مردودية، تساهم بذلك في التطور الهام للاقتصاد.

إن المهمة الأولى والأساسية لسوق الأوراق المالية، هي تحقق الكفاءة التخصصية، عندما يتم تخصيص الموارد بطريقة مثلى على كل الأنشطة الاستثمارية، بما يحقق النفع لكل الأطراف.

إن نجاح السوق في أداء مهمته الأولى بكفاءة عالية، تساعد على نمو الفرص الاستثمارية وتطور النشاط الاقتصادي بشكل متوازن في جميع أنشطته، دون التركيز على عدد محدود من هذه الأنشطة، ما يعكس أثره في زيادة معدلات النمو الاقتصادي للدولة.

يمثل التخصيص الكفء للموارد المتاحة، الهدف المحوري لسوق الأوراق المالية والذي يمكن تحقيقه داخل دعامات السوق الكفء، المتمثلة في توفر أدوات استثمار جذابة مع توفر المعلومات والكوادر المؤهلة والوعي الاستثماري، ووجود تشريعات لضبط التعامل في السوق.

الفرع الثاني: الكفاءة المعلوماتية/الكفاءة التسعيرية: يعتبر توفر المعلومات عن الأوراق المالية ووصولها إلى كافة المستثمرين المحتملين في آن واحد بسرعة وبتكلفة ضئيلة من أهم الشروط الضرورية لكفاءة الأسواق المالية. هذا يعني أن أي تغير في المعلومات حول العرض والطلب سيؤدي إلى تغير مقابل في

---

79 سيف الدين إبراهيم تاج الدين، نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم ، ـ المركز العالمي لأبحاث الاقتصاد الإسلامي ، جدة ، 1405ه ص77

[80]علي حسن بهار،أثر المعلومة المالية و الافصاح على أسعار الأسهم،مرجع سبق ذكره، ،ص65

(81) نادية أمين محمد علي،تحليل أسواق الأوراق المالية،المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر"أسواق الأوراق المالية و والبورصات جامعة الإمارات العربية المتحدة،كلية الشريعة و القانون، ص6

(82)ـ مفتاح صالح،معارفي فريدة، مرجع سبق ذكره،ص 18

أسعار الأوراق المالية. إن التغير السريع في الأسعار على ضوء أية معلومات جديدة عن العرض والطلب، يعني أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية. هذه الخاصية تدعى الكفاءة الخارجية أو كفاءة المعلومات أو كفاءة السعر[83]

يمكن النظر إلي الأسواق المالية الكفؤة كلعبة عادلة للمتعاملين، .بمعنى أنه لا يمكن لأي متعامل أن يحقق بشكل مستمر عوائد استثمارية أعلى من تلك التي يحققها باقي المتعاملين. .بما أن كافة المتعاملين يحصلون على نفس المعلومات، فإنهم يشتركون في لعبة عادلة. والنتيجة المنطقية لهذه الكفاءة هي أن سعر الورقة المالية في السوق يساوي إلى قيمتها الحقيقية .

يقصد بكفاءة التسعير أنها تعكس وفي كل لحظة، تسعيرة البورصة كل المعلومات المتاحة والمتعلقة بحياة المؤسسة، وتأثيرات الأحداث على قدراتها المالية المستقبلية .

تعتبر المهمة الثانية لسوق الأوراق المالية التي تعمل من خلالها، أن تكون أسعار الأوراق المالية معبرا عن القيمة الحقيقية لها، وذلك من خلال المعلومات التي تتوفر لجميع المستثمرين في السوق بلا تكلفة أو بتكلفة زهيدة.[(84)]

إلا أن التحفظ على المفهوم السابق للكفاءة التسعيرية من حيث الاعتراف بعدم وجود تكلفة معاملات (مساوية للصفر)، هو الأمر الذي لا يمكن التسليم بمطابقته لواقع الممارسة، حيث أن الكفاءة التسعيرية المقترنة بالكفاءة الخارجية، تعني وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق بسرعة أو دون فاصل زمني كبير، دون أن يتحملوا مقابل الحصول عليها تكاليف باهظة، الأمر الذي يعني أن الفرصة ستكون متاحة للجميع للحصول على المعلومات، وبذلك يصبح التعامل في السوق .بمثابة مباراة عادلة بين جميع المتعاملين في سوق الأوراق المالية في مجال الفرص المتاحة لتحقيق الأرباح الأمر الذي يعني التسليم بوجود تكلفة معاملات ولكنها محدودة في قيمتها في ظل المنافسة.[(85)]

بالمقابل وبالرغم من توافر هذه الخاصية، قد يتحمل بعض المستثمرين خسائر فادحة عند دخولهم السوق، نتيجة عدم توفر الخبرة الكافية في تحليل المعلومات، أو تباطؤ في نشاط متابعة الأسعار. غير أن هذا لا يعزى إلى نقص كفاءة السوق بل يرجع إلى سلوك المستثمر ذاته.[(86)]

---

[83]Thanh Huong Dinh, Jean Francis Gajewski, une étude expérimentale des prévisions des analystes et de l'efficience informationnelle des marches , Lavoisier, Revue Française de Gestion 2005/ 4n°157 ,P191

[(84)]Francis Jack ,Investment,5th edition,New York,1983.p90

[(85)]Philippe gillet, « l'efficience des marchés financiers »,ed ECONOMICA,1999,P32

[(86)]منير هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال،ص501

كذلك قد يستطيع عدد محدود من المستثمرين استخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على المعلومات قبل غيرهم، واستخدامها في تحقيق أرباح غير عادية. غير أن هذا يحدث من عدد قليل من المستثمرين ولمرات معدودة. لأنه في ظل السوق الكفء لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين الحصول باستمرار على تلك المعلومات واستخدامها في الحصول على أرباح غير عادية، لأن أية معلومة سرية بمجرد استثمارها سوف تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين، وبالتالي المعلومة الخاصة والمميزة تدمر نفسها بمجرد استعمالها.[87]

إن السوق لن يكون كفؤا إلا إذا كان كفؤا تشغيليا، بحيث يكون هناك عدد كبير من المتعاملين ولا يستطيع أي منهم فرض سعر معين للتعامل، أي أنهم يتعاملون بالسعر المحدد وفقا لآليات العرض والطلب بعيدا عن الاحتكار، ومن ناحية أخرى فإن الكفاءة التسعيرية هي وسيلة للحصول إلى الكفاءة التخصصية، بمعنى أنه وفي السوق الكفء تعبّر أسعار الأوراق المالية عن القيم الحقيقية وتوجّه الأموال إلى المشروعات التي تحقق أعلى عائد.

الفرع الثالث: الكفاءة التشغيلية: تتعلق المهمة الثالثة لسوق الأوراق المالية، بقدرة السوق على تحويل الأموال والموارد للمستثمرين بأقل قدر من التكلفة، التي تنشأ عن المعاملات، وهي ما يسمى بتكلفة المعاملات، مثل عمولات السماسرة ومحللي الأوراق المالية. وأن تقليل هذه التكلفة إلى أدنى حد، يكون عاملا مساعدا على أداء المهمة الأولى بكفاءة أعلى على كافة الأنشطة، بحيث لا تحول قيمتها المرتفعة دون دخول وخروج أي مستثمر إلى ومن السوق.[88]

يقصد بكفاءة التشغيل قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، في ظل شرط صفرية تكلفة المعاملات، أي دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية من جهة، ودون أن يتاح للوسطاء والسماسرة وصناع السوق فرصة لتحقيق هامش ربح مبالغ فيه، يعني ذلك أن الوسطاء والسماسرة وصناع السوق، يعملون في بيئة تنافسية ويحققون عوائد عادية غير مبالغ فيها.[89]

تتحقق كفاءة السوق التشغيلية من خلال قيام التجار والسماسرة والوسطاء وصناع السوق بالمحافظة على استقرار السوق، عن طريق مواجهة حالات الطلب المتزايد، واستيعاب العرض الكبير من الأوراق المالية، بشرائها لحسابهم الخاص بعوائد منخفضة.

---

[87] رشيد بوكساني ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها،رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر،2006/2005، ص107

[88]صفوت عبد السلام عوض الله،الشفافية و الإفصاح و الأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، كلية الشريعة و القانون،جامعة الإمارات العربية المتحدة، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية و البورصات، ص14

[89]Francis Jack ,Investment,5th edition,New York,1983.p41

إن هذه الأنواع الثلاثة من الكفاءة مترابطة فيما بينها، بدلالة أن تحقيق أكبر مردودية للاستثمار لا يتم إلا إذا تم اتخاذ أحسن قرار بالنسبة للمعلومة ،كما يجب أن تكون المنتجات المالية مقيّمة بسعرها الحقيقي تبعا للمعلومة المتاحة في الزمن (ز) .

تعتبر الكفاءة المعلوماتية شرطا أساسيا لتحقق الكفاءة الدخلية، من هذا المنطق سوف نعتبر أن الكفاءة المعلوماتية هي قاعدة كفاءة الأسواق المالية.[(90)]

المطلب الرابع: خصائص الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية

تتميز الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية بوجود خصائص على درجة كبيرة من الأهمية، من هذه الخصائص توفر السيولة، استمرارية السعر، العمق، توفر المعلومات، وانخفاض عمولات الوساطة.

الفرع الأول: السيولة: تعتبر السيولة أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين. وتعني المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة وبدون خسارة، أي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيرا عن أسعار البيع السابقة لهذا الأصل، طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغير السعر. والأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة، فإذا قلّت سيولة الأصل انخفضت قابليته للتسويق، وصار من المطلوب إعطاء خصومات و/أو عمولات أكبر عليه لبيعه بسرعة.[(91)]

الفرع الثاني: استمرارية السعر: تعتبر استمرارية السعر أحد المكونات الرئيسية للسيولة، وتعني أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيرا من صفقة لأخرى، إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار، والتي تقلل من احتمالات حدوث تقلبات مفاجئة و غير مبررة في أسعار الأوراق المالية بالتالي من فرص المضاربة غير المأمونة فيه.[3]

الفرع الثالث: عمق السوق: تتطلب الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية السعر، وجود عمق في السوق. والسوق العميق هو الذي يوجد فيها عدد كبير من البائعين (أوامر بيع) والمشترين (أوامر شراء)، المستعدون دائما للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية. فإذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن بين العرض والطلب (حصل أي تغير بسيط في سعر الورقة المالية)، دخل

---

(90)تجدر الإشارة إلى أنه من أجل تحسين كفاءة التشغيل في أسواق المال الأمريكية، صدر تشريع في أول ماي من عام 1975 أطلق عليه اسم "يوم ماي" سمح بمقتضاه للمؤسسة أن تسجل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة أي أكثر من بورصة، مما خلق تنافسا قويا بين صناع السوق ترتب عليه انخفاض في الهامش الذي يطلبونه في مقابل خلق سوق للورقة المالية المعنية.كذلك صدرت سلسلة من التشريعات بشأن عمولة السمسرة انتهت إلى جعلها محلا للتفاوض بين العميل و السمسار. يضاف إلى ذلك القرارات التي يمكن أن تتخذها إدارة البورصة لإيقاف التعامل في حالة الاختلال الواضح بين الطلب و العرض.

(91)الزبيدي حمزة محمود،الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، الأردن،عمان،2001،ص134

3 - مفتاح صالح،معارفي فريدة، مرجع سبق ذكره، ص 187

هؤلاء البائعون والمشترون المحتملون إلى السوق فورا للتداول، الأمر الذي يؤدي إلى منع أي تغير كبير في أسعار الأوراق المالية، فالسوق لا يحتاج إلى تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية لجذب المتعاملين مستثمرين ومضاربين .

الفرع الرابع: **شمولية السوق**: تتميز الأسواق المالية بالشمولية (أو السعة)، إذا نتج عن أوامر العرض والطلب حجم تداول كبير. أما إذا كان عدد المتعاملين من البائعين والمشترين في السوق قليلا، وكان حجم التداول الناتج صغيرا، فان السوق يكون ضيقا، بسبب حجم التداول الكثيف في الأسواق ذات الشمولية الواسعة يكون الفارق بين سعري الطلب والعرض ضيقا

الفرع الخامس: **حيوية السوق**: عندما يختل التوازن بين العرض والطلب في السوق، يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن. وعندما تنهمر الأوامر على السوق إثر أي تغير طفيف في الأسعار، فإن هذا يدل على حيوية السوق. في الأسواق المالية التي تتمتع بالحيوية، يكون الفرق بين أسعار العرض وأسعار الطلب ضيقا، ويتم إنجاز أي صفقة بيع أو شراء بسرعة، كما يكون حجم التداول كبيرا ويعتبر وجود وسائل سريعة ورخيصة للاتصالات من العوامل الأساسية والضرورية لحيوية السوق.[92]

الفرع السادس: **انخفاض تكاليف (التداول) المبادلات**: لا يمكن للأسواق ذات الكفاءة الخارجية أن تخصص الرأسمال السائل بكفاءة، إلا إذا كان من الممكن تداول الأوراق المالية بسرعة وبتكلفة معقولة هذا يعني أن عمولات الوساطة يجب أن تكون متدنية (رخيصة)، وأن تكون الأوراق المالية قابلة للتسويق فورا (عمليات مقاصة وتسديد ونقل ملكية سريعة)، إذا توفرت هذه الشروط يمكن القول أن الأسواق المالية تتمتع بالكفاءة الداخلية (أو التشغيلية). في بورصة نيويورك تحسنت كفاءة التعامل (التشغيل) في عام 1975 عندما أصدرت هيئة الأوراق المالية والأسواق المالية قانونا يقضي بالسماح بتداول الأوراق المالية المدرجة فيها في بورصات أخرى، وألغت العمل بنظام عمولات الوساطة الثابتة فقد انخفضت عمولات الوساطة بحوالي 25 بالمائة، وازداد عمق وشمولية وحيوية السوق بظهور المنافسة من صناع السوق في بورصات أخرى، ينافسون المتخصصين العاملين في بورصة نيويورك. كذلك فإن وجود وسطاء الخصم Discount Brokers والتداول على الإنترنت E@Trade مثلا بعمولات مخفضة جدا في أواخر التسعينات، قد ساهما بشكل جوهري في زيادة الكفاءة التشغيلية لأسواق الرأسمال.

الفرع السابع : **عدالة السوق**: يقصد بعدالة السوق، أن يتيح السوق لجميع المتعاملين فرصة متساوية للتعامل، وذلك سواء من حيث الوقت أو من حيث إتاحة المعلومات. هنا يجب أن تعمل لجنة الأوراق

---

[92] أحمد بوراس،" كفاءة الأسواق العربية وتمويل الاقتصاد ، واقع الأسواق المالية العربية" ، الملتقى الدولي : " سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات ، جامعة بسكرة – الجزائر، يومي 21 – 22 نوفمبر 2006

المالية والبورصة جاهدة على التأكد من أن المعلومات المتاحة تصل بسرعة لكافة المتعاملين، كما أنها تعطي فرصة متساوية لكل من يرغب في التعامل بورقة مالية ما، فعندما يحدث خلل في التوازن بين العرض والطلب على ورقة مالية، نتيجة ورود أمر ينطوي على طلبية كبيرة للبيع أو الشراء، فإن إدارة البورصة عادة ما توقف التعامل على تلك الورقة ــ أحيانا لمدة ساعة أو أكثر ــ تجنبا لحدوث تغيرات كبيرة على السعر الذي تباع به.

هذا التوقف هو بمثابة إعلان للجميع دون استثناء بأن هناك خللا في التوازن بين العرض والطلب فلو أن العرض أكبر من الطلب، فإن التوقف يعني دعوة كافة المتعاملين الراغبين في الشراء. أما إذا كان الطلب أكبر من العرض فإن الدعوة تكون للراغبين في البيع. وسواء كانت الدعوة للمشترين أم للبائعين، فإن من شأنها أن تحقق هدفين:

الهدف الأول: هو الحد من تدهور سعر الورقة (حالة زيادة العرض عن الطلب)، أو الحد من حدوث ارتفاع كبير فيه (حالة زيادة الطلب عن العرض).

الهدف الثاني: هو إعطاء جميع المتعاملين فرصة متساوية للاستفادة من الانخفاض المحتمل، أو الارتفاع المحتمل في سعر الورقة، والناجم عن عدم التوازن بين العرض و الطلب.(93)

المبحث الثاني: ارتباط درجة كفاءة السوق بالمعلومات

سوف نحاول تحديد علاقة المعلومات المالية بمفهوم كفاءة سوق المال، من خلال دراسة أثر المعلومات على كفاءة سوق الأوراق المالية، وعدم كفاءة نظام المعلومات على سوق الأوراق المالية وثالثا كفاءة السوق ونظام المعلومات المالية.

تعد المعلومات وأنظمة الإفصاح المالي، أحد أهم المقومات الرئيسية المساندة لتطور ونضج أسواق الأوراق المالية، حيث أصبحت كفاءة هذه الأسواق تعتمد بشكل أساسي على قدر ما توفره من معلومات للمتعاملين، وعلى مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون بالمعلومات المتاحة والمنشورة، وتلك التي تتدفق من قنوات متعددة عامة وخاصة، من حيث مصداقيتها وموضوعيتها.

لا يمكن حسب نظرية كفاءة الأسواق المالية، لأي من المتعاملين تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين، اعتمادا على تحليل وتقييم ما هو متاح من معلومات، حيث تكون نتائج مثل هذا

---

(93)أنظر:

-شادي أحمد زهرة،الأسواق المالية الناشئة و دورها في عملية التنمية الاقتصادية في البلدان النامية، رسالة ماجستير،كلية الاقتصاد،جامعة دمشق،2005،ص140

-هندي منير ابراهيم،الأوراق المالية و أسواق رأس المال،1997،منشأة المعارف بالإسكندرية،ص534-535

- الزبيدي حمزة محمود،الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، الأردن،عمان،2001،ص-134-135

التحليل متاحة للكل على قدم المساواة من خلال الشفافية الكاملة،[94] التي تعني وجود مؤسسات فاعلة في السوق، كبيوت الخبرة، ومؤسسات الوساطة المالية، والسمسرة، ومؤسسات خدمة العملاء التي تعمل على تحليل المعلومات وتحديد أثرها على أداء الشركات وأسعار الأسهم بالسرعة المطلوبة.

المطلب الأول: نظام المعلومات وأسواق الأوراق المالية

تشكل المعلومة أهمية كبيرة في ظل السوق الكفء، والتي تمثل مجموعة من البيانات ذات قيمة حقيقية أو متوقعة عن العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرار، وتعمل على تنمية وزيادة المعارف وتخفيض مخاطر عدم التأكد لأي حالة، وتتصف بالدقة، الملائمة، وتوفرها في الوقت المناسب، والشمولية والانتظام في نشر المعلومات بصفة دورية، والعدالة في توفير البيانات لجميع المستثمرين بشكل متساوٍ.

أما نظام المعلومات فيعرّف على أنه مجموعة من القواعد والإجراءات التي تكفل انسياب المعلومات المناسبة إلى المستثمر، لاتخاذ القرار الكفء، أو التصرف الأحسن في وقت معين، ويعتبر النظام المحاسبي من أهم مصادر المعلومات الاقتصادية في سوق الأوراق المالية، فيتم اعتماد المعلومات المحاسبية في تقييم الأوراق المالية وتقييم المخاطر المرتبطة بها، كذلك تقييم البدائل المختلفة لعمليات الشراء والبيع في السوق.[95]

تكون المنافسة شديدة بين المستثمرين في ظل السوق الكفء، فالكثير منهم يبحثون عن الأسهم المسعرة بسعر أقل من قيمتها الحقيقية، وفي حقيقة الأمر فإن تقلب الأسعار ليس له علاقة بكفاءة السوق، فالمستثمرون يواجهون المزيد من المعلومات من وقت لآخر، مما يعني أن جزءاً من هذا التقلب في الأسعار يرجع إلى المعلومات المتدفقة، ومن ثم يترتب عن تجميع وتحليل تلك المعلومات الاستفادة منها في اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية للشركة.

يميز السوق الكفء عدم إمكانية التلاعب بالمعلومات، أو احتكارها لفائدة فئة من المستثمرين لفترة معينة، مع رشادة المتعاملين، المتمثلة في القدرة على قراءة المعلومة التي تسمح بالتنبؤ باتجاه تغير الأسعار، لتحقيق السعر العادل والتقويم لتقييم يتماشى مع التغيرات الحقيقية.

الفرع الأول: مصادر المعلومات المالية:

---

[94] صفوت عبد السلام عوض الله،الشفافية و الإفصاح و الأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، كلية الشريعة و القانون،جامعة الإمارات العربية المتحدة، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية و البورصات، ص7

[95] مسعود علي ناجي، المعلومات المحاسبية و أهميتها في السوق الفعال، مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية- تجارب و رؤى مستقبلية، طرابلس،2005/12/11، ص3

تعتبر مصادر المعلومات المالية من الدعائم الضرورية لضمان استمرارية نشاط سوق الأوراق المالية إذ توفر للمستثمرين و المحللين و الأكادميين و الهواة تصورات قيمة حول الأوضاع المالية المحلية و الدولية لاتخاذ قرارات الاستثمار بناء على ذلك.

والملاحظ أن أسواق الأوراق المالية شديدة الحساسية لكل ما يحدث، والذي يمس بصفة مباشرة أو غير مباشرة مصالح الدول الفاعلة في المجتمع الدولي. إن مثل هذه الأحداث تنعكس آثارها على أداء اقتصاديات الدول بشكل عام و على أسواقها المالية بشكل خاص، إلا أن هذه الآثار تتفاوت درجاتها بين الدول تبعا لمكانتها في الاقتصاد العالمي. ولذا يصبح لزاما على المحلل المالي أن يكون صورة على الظروف الدولية لوضع التقديرات حول انعكاسها على الاقتصاد الوطني، أو على قطاع معين.

وفضلا عن ذلك، يجب أن تؤخذ في الحسبان التغيرات في التشريعات و الإضرابات العمالية، وحجم المبيعات، وحدة المنافسة في خط إنتاج معين. ومن خلال هذه المعلومات يمكن للمحللين الماليين تحليلها وتقديم دراسات مستفيضة ورؤى دقيقة لما سيكون عليه الوضع مستقبلا.

ويكن القول أن المحلل المالي الجيد هو ذلك الذي يعود إلى أكثر من مصدر. ففي الولايات المتحدة الأمريكية نجد مجموعة كبيرة من المصادر منها اليوميات مثل Wall Street Journal و New York Times، والأسبوعيات مثل Baron's، ونشريات مصرفية News letters كما تتولى الحكومات بإصدار منشورات تحتوي على البيانات التي يمكن استعمالها في التنبؤ وتقديم الأعمال التجارية والتنموية، وملخصات إحصائية حول الأسعار، الأجور، الإنتاج، ... .[96]

الفرع الثاني: المصداقية الفعلية للمعلومة المحاسبية: تخضع الكشوفات المالية للمؤسسات المسعرة لموافقة المراجعين المحاسبين حسب معايير صارمة، حيث تصبح المعلومة المحاسبية لمؤسسة مسعرة خاضعة لسمعة المراجع المحاسبي.

إن تقنيات المحاسبة ليست خارجة عن القانون المحاسبي، لكن استعمال معايير محاسبية أكثر إيجابية للمؤسسة، بالإضافة إلى أن المتعاملين والمحللين الماليين موجودون في وضعية مختلفة، بالمقارنة مع المسيرين، حيث أن كمية ونوعية المعلومة التي يحوز عليها المسيرون ليست نفسها التي يحصل عليها المتعاملون، بسبب وجود المسيرين في نواة النظام المعلوماتي للمؤسسة، وهذا ما يجعلهم يحصلون على نوعية وكمية من المعلومات تفوق وبكثير ما يحصل عليها المتعاملون الماليون.

---

[96] صالح فلاحي، بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية و القانونية و إمكانية تطويرها، مقال منشور على الموقع الالكتروني http://9alam.com/community/threads/ 22718

الفرع الثالث: التوقعات، المضمون وقيمة المعلومة: إن أغلب المعلومات المتداولة على مستوى السوق المالي، كان قد تم التنبؤ بها من طرف المستثمرين، هؤلاء لهم توقعات حول تطور أسعار الفائدة، المؤشر الاقتصادي، رقم الأعمال أو أرباح مؤسسة ما، هذه التنبؤات غير أكيدة ولكن موجودة. [97]

قد نجد من خلال هذا، أن رد فعل السوق قد يختلف عن رد فعل كان ليكون عاديا لحالة معينة بحيث قد يصاحب ارتفاعا هاما في أرباح مؤسسة مسعرة انخفاض تسعيرة أسهمها، في حين كان متوقع ومن العادي أن ترتفع التسعيرة، يحدث العكس إذا ما تنبأ المستثمرون فقط بارتفاع أكبر من الارتفاع الحقيقي، إذن يمكن القول أن السوق يكون كفؤا إذا كانت الأسعار تعكس وفي نفس الوقت المعلومات الحقيقية حين الإعلان عنها، والتوقعات المرتبطة بهذه المعلومات حين تكوّنها.

عند إصدار معلومة مهمة، تكون حركة التسعيرة غير راجعة لنشر المعلومة، لكن للفرق الممكن حدوثه بين هذه المعلومة وتوقع حصولها.

فقط المعلومة غير متوقع حدوثها هي التي لها التأثير على رد فعل متوافق وتوقع النظرية، إذن يمكن تعريف المضمون المعلوماتي للمعلومة بأنه الفرق بين المعلومة (الواقع) والتنبؤ حولها، يكون بذلك تغير التسعيرة حين نشر معلومة ما ليس مرتبطا بهذه المعلومة ولكن بمضمونها المعلوماتي.

عند ظهور معلومة جديدة، من المهم معرفة هذه المعلومة كما هو مهم معرفة تنبئها، فقط معرفة هذين العنصرين يمكّن من معرفة ــ مسبقا ــ تأثير نشر المعلومة على السعر.

يختلف المضمون المعلوماتي حسب التوقع الصحيح أو الخاطئ للمعلومة، إذن رد فعل السوق تابع للمتغيرتين: المعلومة وتوقعها.

من الصعب تحديد متوسط التقديرات للمتعاملين، بحيث للحصول عليه يجب سؤال كل المحللين الماليين، بغرض جمع كل وجهات نظرهم فيما يتعلق بتطور أهم المعطيات المالية لأكبر المؤسسات المسعرة .

تقوم بعض المكاتب دوريا بدراسات، انطلاقا من عينات مؤسسات، حيث تقوم باستبيانات لمحللين ماليين مرتبطة برقم الأعمال، الاستدانة، الأرباح وتوقعاتهم حول الاقتصاد الكلي: سعر الفائدة النمو، سعر الصرف وتقوم هذه المكاتب بنشر التوقعات المجمعة، غير أن هذه الدراسات تبقى محدودة كونها تقتصر على عدد محدود لأراء المحللين. [98]

المطلب الثاني: أثر المعلومات على كفاءة السوق المالي

---

[97] Philippe Gillet, l’efficience des marchés financiers,2ème éd, Economica,2006,P28-31

[98] Philippe Gillet .Op cit.P 31

المعلومات هي عبارة عن بيانات منظمة بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد، الذي يقوم بدوره بتفسيرها وتحديد مضموها من أجل استخدامها في صياغة القرارات الاستثمارية، لا سيما في مجال الاستثمار بالأوراق المالية.[99]

تتوقف كفاءة السوق المالي على مدى توفر المعلومات والبيانات للمستثمرين، من حيث سرعة توفرها وتكاليف الحصول عليها وعدالة فرص الاستفادة منها.

تقوم المعلومات بدور هام في سوق الأوراق المالية، بحيث تساعد المستثمرين على اتخاذ قراراتهم المتعلقة بعمليات شراء وبيع الأوراق المالية، لأن المعلومات تساعد على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية، وقد اتضح لنا من خلال ما سبق، أن من أهم الخصائص للسوق المالي الكفء أن يعكس الأسعار الحقيقية للأسهم، وهي الأسعار التي تجعل عائد السهم يتناسب مع درجة الخطر المرتبطة به، ويتوقف ذلك على مدى توفر المعلومات وتماثلها بالنسبة لجميع المستثمرين، وأيضا على قدرة المستثمرين في فهم وتفسير وتحليل هذه المعلومات.

تنعكس أهمية المعلومات المالية والاقتصادية على ثقة المستثمرين والمتعاملين بكفاءة السوق المالي. وتتحدد درجة هذه الثقة بنوعية وكمية المعلومات المتاحة لعموم المستثمرين بتكلفة زهيدة ومنفعة كبيرة، بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية وظروف سوق تداولها، إضافة إلى الوضع الاقتصادي العام في الدولة.[100]

تساعد المعلومات المتاحة المتعاملين في السوق المالي، على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة، وفقا لدرجة الخطر المرتبطة بها، لأن قرارات الاستثمار في الأوراق المالية، من القرارات الاقتصادية التي تتخذ على ضوء المعلومات المالية المنشورة.

على مستوى الاقتصاد ككل، فإن توفر المعلومات يؤدي دورا هاما في تحقيق الآلية الخاصة بسوق رأس المال، من حيث تحقيق التوازن بين العائد والمخاطر، وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار، مما يترتب عليه اتساع حجم السوق وزيادة عدد المتعاملين وحجم التعامل. يؤدي ذلك في النهاية إلى حشد المدخرات، وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية، وتحقيق التخصيص الكفء للموارد المالية، ومن ثم تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية.

تشير المعلومات والبيانات المرتبطة بسوق الأوراق المالية، إلى هيكل متكامل أو نظام شامل للمعلومات، يشمل التقارير الصحفية المتخصصة والإصدارات الخاصة بالمؤسسة، على المستوى القطاعي والاقتصاد ككل، إضافة إلى تنبؤات المحللين الماليين. لذلك نجد أن التقارير المالية التي تصدرها الشركات في الأصل ليست هي المصدر الوحيد للمعلومات. بينما في الدول النامية، فإن التقارير المالية والميزانيات والقوائم

---

[99]صفوت عبد السلام عوض الله،مرجع سابق، ص17

[100]أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل و إدارة، دار المسيرة، عمان، الأردن،2004،ص132

الختامية تمثل المصدر الرئيسي للحكم على المؤسسات وتقدير قيمة أسهمها تمهيدا للتعامل عليها سواء شراء أو بيعا. لذلك يقع على إدارة المؤسسة عبء إعداد الحسابات الختامية للشركات والإفصاح عن المعلومات الملائمة، التي يمكن الاعتماد عليها بدرجة ثقة كبيرة واستخدامها للحكم على درجة نجاح المؤسسة في استغلال الموارد المتاحة الاستغلال الأمثل، كما يمكن استخدامها كمؤشر للأداء في المستقبل.

يحتاج المستثمرون إلى المعلومات التي توفرها لهم إدارة المؤسسة في شكل تقارير مالية، وذلك لتقدير التدفق النقدي الذي يتوقع الحصول عليه في المستقبل، سواء في شكل توزيعات للأرباح أو في شكل أرباح رأسمالية. وأيضا لتقدير درجة الخطر المرتبط بالسهم التي قد ترجع إلى عوامل ترتبط بالسوق، تسمى في هذه الحالة المخاطر المنتظمة، أو تلك التي ترجع إلى ظروف الشركة مصدرة للسهم نفسها وهنا نعني المخاطر غير المنتظمة.

خلاصة ما سبق أن الكفاءة في سوق المال تتوقف على كفاءة نظام المعلومات المالية السائد، حيث أن نجاح سوق الأوراق المالية يتوقف على العناصر التالية:(101)

1 – أهمية الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة سوق الأوراق المالية، وهو ما يعرف بـــ "معيار الإفصاح العام "، الذي يؤدي إلى توفير قدر كاف من المعلومات الملائمة التي تتصف بالدقة والموضوعية، والتي يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.

2 – توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للوحدات الاقتصادية، التي تتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية، بحيث يتم تقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات وتقييم الموقف المالي للشركات ذاتها.

3 – توفر نوعيات مختلفة من الأوراق المالية القابلة للتداول، بحيث يكون لكل منها خصائصها ودرجة الخطر المرتبطة بها بما يلبي احتياجات المستثمرين. تجدر الإشارة في هذا المجال إلى أنه بالرغم من أهمية المعلومات ودورها في كفاءة السوق المالي، فإنه لا يجب إغفال سلوك المستثمر، الذي تحكمه عوامل شخصية تعكس رغباته وميوله في تفسير المعلومات، لتعبّر عن طموحات ومخاوف تجاه تحركات الأسعار مستقبلا. على هذا الأساس فإن سعر السهم في السوق يمثل القيمة النقدية في لحظة زمنية محددة، كانعكاس لعوامل العرض والطلب وسلوك المستثمر تجاه ظروف السوق(التفاؤل والتشاؤم).(102)

المطلب الثالث: أثر عدم كفاءة نظام المعلومات على سوق الأوراق المالية

يتجلى لنا من خلال التحليل السابق أهمية ودور نظام المعلومات، مما يؤكد أن عدم التكافؤ في الحصول على المعلومات، يمكن أن يؤثر سلبا على قرارات المستثمرين من ناحية، وعلى كفاءة سوق الأوراق المالية

---

(101)صالح الحناوي، تحليل و تقييم الأسهم و السندات، الدار الجامعية،الإسكندرية،2000، ص132

(102)أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص134

نفسه من ناحية أخرى، أي أن عدم تماثل المعلومات، بمعنى امتلاك وحصول بعض المتعاملين على معلومات بصفة مميزة (لا يملكها الآخرين)، مثل الإداريين وكبار العاملين في الشركات الذين يحصلون على معلومات معينة، ويتم حجبها عن المستثمرين بهدف تحقيق عائد غير عادي ذلك قبل نشرها في التقارير والقوائم المالية قد يؤدي إلى آثار سلبية عديدة. فإذا شعر المستثمرون بعدم المساواة في المعلومات بالنسبة لورقة مالية معينة سوف يمتنعون عن التعامل فيها، وينخفض حجم العمليات في السوق ويتناقص حجم السوق كنتيجة لتناقص عدد الأوراق المالية المتداولة في فترة زمنية معينة.[103]

بالإضافة إلى ذلك، فإن عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية، يمكن أن ينعكس في شكل اتساع مدى السعر، مما يؤدي إلى زيادة تكلفة العمليات وتناقص السيولة، ومن ثم تناقص عدد المتعاملين في السوق، أي أن عدم توفر الأشخاص القادرين على تحليلها وتفسيرها، سوف يحوّل سوق الأوراق المالية إلى سوق للمضاربة العشوائية، وهي مضاربة غير عملية تؤدي إلى تسعير خاطئ للأوراق المالية، مما يؤدي في النهاية إلى التخصيص غير الكفء للموارد المالية.

إن عدم كفاءة نظام المعلومات لأي سبب من الأسباب التي سبق تقديمها، سوف يؤدي إلى عدم التكافؤ بين المتعاملين في الحصول على المعلومات المالية والاستفادة منها، مما يؤدي إلى تحقيق العديد من الآثار السلبية التي تقلل من كفاءة سوق الأوراق المالية، كأن ترتفع تكلفة المعاملات ويتناقص حجم السوق.

كذلك ترجع عدم كفاءة نظام المعلومات المالية إلى التأخير في نشر البيانات والمعلومات المالية، مما يقلل من فائدة ما تحتويه من معلومات بالنسبة للمستثمرين.

يتوقع في هذه الحالة أن تسود ظاهرة عدم تماثل المعلومات، التي سوف تؤدي إلى حصول البعض على عوائد غير عادية، وما يترتب عليها من آثار سلبية. قد يكون السبب في عدم كفاءة نظام المعلومات المالية وهو نوعية المعلومات التي تتضمنها التقارير والقوائم المالية المنشورة، بحيث لا يتمكن المتعاملون من اتخاذ قرارات استثمارية سليمة، كنتيجة لعدم حصولهم على جميع المعلومات الضرورية واللازمة للتوصل إلى هذا النوع من القرارات.

يجب التأكيد أن من آثار النظام المالي غير الكفء، أنه يؤدي إلى عدم كفاءة سوق الأوراق المالية مما يؤدي إلى العديد من الآثار الاقتصادية والاجتماعية السلبية، حيث ينصرف المستثمرون عن استثمار وتوظيف أموالهم من خلال سوق الأوراق المالية، كما قد تجد المؤسسات صعوبة في الحصول على الموارد المالية التي تطلبها عن طريق السوق وبتكلفة مقبولة، ولا يتمكن السوق من جذب

---

[103] أنظر: علي حسن بهار،أثر المعلومة المالية و الافصاح على أسعار الأسهم،مرجع سبق ذكره،ص 66
P .Gillet ,l'efficience des marché financiers,P28-32

المدخرات والاستثمارات المحلية والأجنبية وتحقيق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة، وتوجيهها نحو الاستخدامات الأكثر إنتاجية.(104)

المطلب الرابع: المعلومات المطلوبة في سوق الأوراق المالية الكفء

على ضوء التحليل السابق، يمكن القول أن أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية تعكس المعلومات المتاحة عن هذه الأسهم، أما الخلاف فينحصر في نوعية المعلومات ومدى سرعة استجابة الأسعار لها، وأنه يمكن تصنيف هيكل المعلومات المرتبطة بالأوراق المالية إلى ثلاثة أنواع:

الفرع الأول: معلومات تاريخية: تعبّر عن بيانات سابقة، مثل أسعار الأسهم وعوائدها في الماضي. وهي تلك المعلومات والبيانات المنشورة من قبل الشركات والهيئات والأجهزة المعنية، وتكون متاحة للجميع، تمثل بيانات عن الأداء المالي للشركات وأسهمها في فترات زمنية سابقة. من أهم الأمثلة عن هذه المعلومات، تقارير مجالس الإدارة و مشتملاتها، وكذلك أسعار الأسهم في فترات زمنية سابقة والتوزيعات للأرباح في السنوات السابقة، وتطور الربحية، والحركة اليومية للتعاملات على الورقة.

الفرع الثاني: معلومات عامة: هي المعلومات المتاحة للنشر عن الظروف الحالية الخاصة بالمؤسسة أو الشركة المصدرة للسهم، أو المتعلقة بالقطاع ككل، أو بالاقتصاد الوطني، كذلك البيانات التي تتاح حديثا أو تنشر في الوقت الحاضر، قد تكون حديثة أو تعبّر عن تطور لبيانات سابقة. وتتمثل مصادر المعلومات العامة في:

1- التقارير التي تنشرها الشركات: تتمثل في كشوف دورية، تقوم بنشرها الشركات للمساهمين مفصّلة عن نشاط الشركة، هيكلها، أرباحها...الخ بشكل سنوي، أو سداسي، أو ثلاثي، أو في شكل نشرات إخبارية.

2- التقارير التي تنشرها شركات السمسرة: تقوم شركات السمسرة بنشر معلومات في شكل تقارير خاصة عن بعض الأوراق المالية، توصيات بشراء أو بيع أو الاحتفاظ بها.

3- المعلومات مدفوعة الثمن: تتمثل في الصحف والمجلات، وخدمات الإرشاد الاستثماري.

4- قواعد البيانات: تسمح هذه المصادر للمستثمرين، بالحصول على المعلومات عن طريق النت المباشر للتعرف على التغير في سعر الأوراق المالية المتداولة، ومن أحدث الخدمات المقدمة ما يعرف

(104) سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1999، ص116

باسم "دليل المستثمر الفرد للاستثمار عن طريق شبكة الكمبيوتر" التي تتيح له المفاضلة بين فرص استثمارية متنوعة.[105]

الفرع الثالث: المعلومات المميزة: هذا النوع من المعلومات لا تكون متاحة لجميع المتعاملين في السوق على قدم المساواة، وتسمى بالمعلومات الداخلية ولا تتاح إلا لفئة خاصة مثل المديرين وكبار المسئولين في الشركة، والأشخاص ذوي صلة بصانعي القرار. [106]

يسمى الأشخاص الحاصلين على معلومات مميزة بالمشتبه بهم وهم نوعان: يضم **النوع الأول** الإطارات المسيرة للمؤسسة والقائمين على إعداد الحسابات الاجتماعية المصادق عليها، بينما يخص **النوع الثاني** مجموع الإطارات وعمال الشركة الذين، ودون انتمائهم إلى طاقم الإدارة، يعلمون نتيجة لمركزهم بمعلومات مميزة خاصة بالمؤسسة، قبل أن يتم الإعلان عنها وذلك حتى للمسيرين.[107]

المبحث الثالث: مستويات كفاءة الأسواق المالية

ينبغي التركيز فيما يتعلق بكفاءة أسواق الأوراق المالية، على طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم من جهة وبين المعلومات والبيانات التي تحدد قرار المستثمر من جهة أخرى، لذا نستعرض فيما يلي المستويات الثلاث للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم محل التداول في السوق.

يمكن تحديد ثلاث مستويات للكفاءة انطلاقا من زمن الحصول على المعلومة، فنجد في الصنف الأول المعلومات المعروفة (المعلن عنها سابقا): نقصد من خلالها الحسابات المنشورة للسنوات السابقة سلسلة الأرباح الموزعة، سلسلة معدلات الفائدة، أسعار الصرف، معدلات النمو ...هذه المعلومات قد تم إدماجها من طرف المستثمرين في تسعيرات الأصول المالية السابقة.

كما يمكن ضم في الصنف الثاني المعلومات الحاضرة حين إصدارها والإعلان عنها: إعلان تغير معدل الفائدة، نشر قائمة الحسابات.

يجمع الصنف الثالث المعلومات التي لم يتم الإعلان عنها بعد، والتي يحوز عليها أشخاص مميزون من خلال الوظائف التي يشغلونها في المؤسسة: مكاتب المراجعة المحاسبية، مجلس الهيئات التنظيمية....،

---

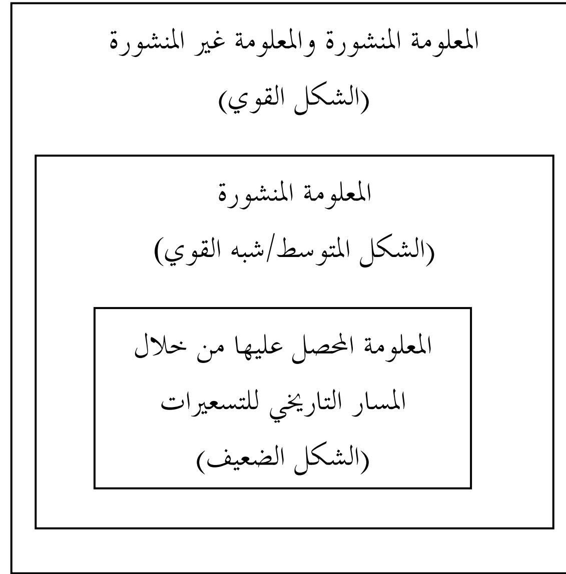
[105] مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية:دراسة لواقع أسواق المال العربية و سبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث عدد07، جامعة محمد خيضر بسكرة،2010، ص184

[106]عبيد سعيد توفيق،درجة كفاءة سوق الأوراق المالية و إمكانية التطوير:دراسة تطبيقية على بورصة الأوراق المالية بالقاهرة،القاهرة،جامعة عين شمس، مجلة التجارة،العدد؟،ص176

[107]سمير محمد علي حسين، قياس كفاءة و فاعلية سوق الأوراق المالية المصرية و دورها في عملية الإصلاح الاقتصادي،رسالة دكتوراه في الاقتصاد،جامعة عين شمس،2005،ص39

ونقصد بالمعلومات المرتبطة بالأرباح ورقم الأعمال تلك التي لم يتم بعد الإفصاح عنها، والتي هي معروفة لدى محافظو الحسابات أو المسيرون، مجلس العرض أو هيئات المراقبة.[108]

الشكل رقم (2): الصيغ الثلاثة لكفاءة الأسواق المالية



Source : P. Gillet (1999) op.cit. P34

المطلب الأول: المستوى الضعيف للكفاءة

تعني هذه الصيغة بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق في الفترة الحالية، هي المعلومات التاريخية التي تكوّنت خلال فترات ماضية من التعامل، وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، مما يعني بأن أي محاولة للتنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت في الماضي هي عملية عديمة الجدوى.[109]

يسمى أيضا بنظرية الحركة العشوائية للأسعار، ووفقا لهذه الصيغة يفترض أن المعلومات التاريخية الخاصة بما جرى في الماضي (سواء في الأيام أو الأشهر أو السنين) لا تؤثر على سعر السهم الحالي، ولا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، لذلك فإن التغيرات المتتالية في أسعار الأسهم مستقلة عن بعضها البعض ولا توجد بينها أي علاقة واضحة، وهنا يطلق على الصيغة

[108] Stachowiak Christine, « Prévisibilité des rentabilités boursieres », La documentation Francaise: Economie et prévision,2004/5 (n°166)p71-85

[109] أسماء منهوب، العولمة المالية و أثارها على كفاءة الأسواق المالية،المركز الأكاديمي للكتب الجامعية،حلب،سوريا،2007،ص75

الضعيفة لكفاءة السوق بالحركة العشوائية للأسعار، باعتبار أن التغير في السعر من يوم لآخر لا يسير على نمط واحد.(110)

يبذل المستثمرون في السوق المالي قصارى جهدهم للتعرف بشكل مسبق على اتجاه تحركات الأسهم صعودا أو نزولا، بغية تحقيق أكبر عائد ممكن من خلال دراسة المعلومات التاريخية[111] عن طريق التحليل الأساسي والتحليل التقني.(112)

الفرع الأول: التحليل الأساسي: هو دراسة الظروف المحيطة بالمؤسسة، سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية العامة، أو ظروف القطاع الذي تنتمي إليه، أو ظروف المؤسسة ذاتها. والهدف من ذلك هو الكشف عن معلومات قيد التنفيذ في التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح المستقبلية للمؤسسة، والتي تعتبر محدداً أساسياً للقيمة السوقية للسهم الذي تصدره.[113]

1- تحليل الظروف الاقتصادية: يشمل ذلك تحليل السياسات المالية والنقدية وبعض المؤشرات الاقتصادية، كمعدلات الناتج المحلي الإجمالي والتضخم. فمن أدوات السياسة المالية نجد الضرائب التي لها آثار إيجابية أو سلبية على أداء المؤسسات وأسعار أسهمها، حيث إن تخفيض معدل الضرائب على أرباح المؤسسات من شأنه أن يترك أثراً إيجابياً على أرباحها الصافية، وبالتالي ارتفاع أسعار الأسهم بصفة عامة، كما يعتبر الإنفاق الحكومي أيضا ذو آثار إيجابية أو سلبية على المؤسسات.

أما فيما يخص السياسة النقدية، لاسيما سياسة أسعار الفائدة، فإن تخفيض أسعار الفائدة (سياسة نقدية توسعية) من شأنه تحفيز وزيادة الاستثمار وبالتالي زيادة إنتاج وأرباح الشركات.

كذلك فيما يتعلق بمعدلات التضخم، فمن المفترض أن تكون للتقارير الشهرية عن معدلات التضخم أثرها على أسعار الأوراق المالية المتداولة، فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم، من شأنه أن يترك أثراً عكسياً على تلك الأسعار.

---

(110)مثنى عبد الإله ناصر، كفاءة سوق الأوراق المالية:الأسس و المقترحات، مداخلة مقدمة ضمن ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية- تجارب و رؤى مستقبلية، طرابلس،2005/12/11، ص12

111 Bruno Colmant et autres, Efficience des marchés : concepts,bulles spéculatives et image comptable,2éme ed,Larcier,2009,p 13

(112) طارق عبد العال، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية، كلية التجارة، عين شمس،2006،ص226

http://www.arab-api.org/course9/pdf/analysis-a.pdf

113 Fonds FMOQ,Le Médecin du Québec, volume 43, numéro 4, avril 2008,P103

أما تحليل مستوى الناتج الوطني، فيعتبر أيضاً ضرورياً ، حيث أن الإعلان عن زيادة في النشاط الاقتصادي الحقيقي يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل، مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم ويؤدي بالتالي إلى ارتفاع أسعارها.

2- التحليل القطاعي: يقوم المحترفون بتحليل القطاع، لأنهم يشعرون بأن ذلك يساعدهم في تمييز الفرص الاستثمارية المربحة.[(114)] يسمح التحليل القطاعي بتقييم الورقة المالية بحسب القطاع الاقتصادي المنتمية إليه، فهناك قطاعات اقتصادية ذات حساسية كبيرة للظروف الاقتصادية المحيطة بها، بينما توجد قطاعات أخرى تعرف بقطاعات النمو ليس لها نفس الدرجة من التأثر بالظروف الاقتصادية كون أن معدلات النمو بها تفوق عادة معدل نمو الاقتصاد ككل.[115]

3- دورة حياة المنتوج: خلالها يتم ملاحظة تطور الصناعة بمرور الزمن، وتقسيم عملية تطورها إلى المراحل التالية:

أ- مرحلة الظهور: هي ولادة منتج جديد، المبيعات عند حدها الأدنى، عدم التأكد بشأن المنتج بانتظار إدخال المزيد من التحسينات، المزيد من البحوث، حملات إعلانية، المنافسة في حدها الأدنى، خسائر محتملة.

ضرورة توخي الحذر في قرار الاستثمار في صناعة لازالت في مرحلة الظهور، نظراً للمخاطر الكبيرة التي ينطوي عليها هذا الاستثمار.

ب- مرحلة النمو السريع: ظهور نماذج مختلفة من المنتج، تزايد حجم المبيعات، تزايد الأرباح المتولدة، مزيدا من الاستثمار (أرباح مدورة). قرب نهاية تلك المرحلة تدخل مؤسسات جديدة وبالتالي يزداد العرض وتخفض الأسعار وينخفض معها هامش الربح، انخفاض معدل نمو المبيعات وتتبع السوق.

يعتبر الاستثمار في هذه المرحلة قرارا صائبا في أحوال كثيرة، إلا أنه على المستثمر توخي الحذر لأن أسعار أسهمها تكون مبالغا فيها، وذلك رغم العائد العالي الذي قد يحصل عليه.

ج- مرحلة النضج: يكون في هذه المرحلة، تشبع تام للسوق، يصل معدل نمو الصناعة إلى مستوى أقل من مستوى نمو الدخل القومي. يصبح النمو في المستقبل مرهون بأحداث معينة مثل تغير إيجابي في أذواق المستهلكين، أو نجاح الصناعة في دخول أسواق جديدة. اشتداد المنافسة السعرية وانخفاض هامش الربح.

---

(114) طارق عبد العال، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية، كلية التجارة، عين شمس،2006،ص226

(1) سامي مباركي،فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات،دراسة مقارنة: الجزائر المغرب وتونس،مذكرة ماجستير قسم العلوم الاقتصادية،جامعة الحاج لخضر،باتنة،2003-2004،ص79

في هذه المرحلة يكون من الأفضل للمستثمر قليل الخبرة أن يقتصر استثماراته على الصناعات التي وصلت إلى مرحلة النضج، أو الاستقرار رغم تميز عائداتها بدرجة أقل من النمو.

د- مرحلة الاستقرار: تتسم تلك المرحلة باستقرار أو تدهور الوحدات المباعة، وذلك باختلاف الصناعة، وتتضاءل فرص الاستثمار المتاحة.[(116)]

4- تحليل المركز المالي للشركة: يهتم التحليل المالي بأوضاع الشركة من الداخل بربط أسعار الأسهم بالربح الصافي للسهم مما يسمح بإجراء تقييم نظري للشركة. ثم ينتقل إلى مقارنتها مع باقي شركات القطاع المعني بإجراء المقارنة بين العديد من الأسهم. كما يتم تحليل القوائم المالية على أساس المراجعة بالمقارنة، من خلال مقارنة البنود الواردة في هذه القوائم المالية، عبر عدة فترات زمنية متتالية، مما يساعد على تحديد الاتجاه الرئيسي للشركة، ومن ثم التنبؤ بما سوف يتحقق في السنوات اللاحقة.

يتيح تحليل المركز المالي للشركة بهذه الكيفية تقييم أداء الشركة، مقارنة بمتوسط أداء القطاع الذي تندرج تحته، وهو الأمر الذي يوضح القدرة التنافسية للشركة داخل القطاع النوعي الذي تنتمي إليه.

الفرع الثاني: **التحليل الفني**: يشكل التحليل الفني (التقني) توقعا للاتجاهات المستقبلية للسوق من خلال دراسة المنحنيات، وعلى العكس من التحليل الأساسي الذي يهتم بأسباب التغيرات المحتملة في السوق يبحث التحليل الفني في تكييفها إلى منحنيات بيانية أو مؤشرات إحصائية بهدف متابعة مختلف حالات التوقع، والتي تعتمد على معطيات السوق بشكل أساسي (أسعارا لأسهم، حجم التداول)، فيتم التركيز على دراسة تغيرات الأسعار في الماضي، ومحاولة وضع نمط للتغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم، مما يساعد على التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل.[117] وكمقارنة بين التحليل الأساسي والتحليل الفني، فإن التحليل الأول يسمح بالإجابة عن السؤال التالي: هل يتم البيع أو الشراء؟ أما التحليل الفني فيتوقع الإجابة عن السؤال: متى يتم البيع أو الشراء ؟[(118)]

يستخدم المحلل الفني أدوات تقنية متمثلة في خرائط ورسوم بيانية ومؤشرات وبيانات تاريخية، لتحديد نقاط الدعم والمقاومة ونقاط إيقاف الخسائر.

تعتمد طريقة التحليل الفني على التنبؤ القائم على أساس علمي، وذلك من خلال تحليل بيانات تاريخية عن سهم أو مجموعة أسهم تحت شعار التاريخ يعيد نفسه.

[(116)]أنظر:طارق عبد العال، مرجع سبق ذكره ص226-229

http://www.arab-api.org/course9/pdf/analysis-a.pdf

(117) سامي مباركي، كرجع سبق ذكره، ص94

[(118)]منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص217

يدرس التحليل الفني حركة السوق، بهدف رصد أو تسجيل جميع المعلومات الخاصة بالتداول والمتمثلة في: السعر، حجم التداول، تاريخ التداول لسهم معين أو مجموعة أسهم، ثم استنتاج اتجاه الأسعار في المستقبل من الصورة التاريخية المرسومة.

فالتحليل الفني ما هو إلا فن التعرف على التغيرات التي تطرأ على اتجاهات الأسعار، بفعل الاعتبارات الاقتصادية والمالية والسياسية والسيكولوجية، في مرحلة مبكرة من الوقت، بهدف الاحتفاظ بوضع استثماري آمن يأخذ في الاعتبار الاتجاه المرتقب للأسعار.[119]

يعتمد التحليل الفني أساسا على نفسية المتعاملين في السوق، كونهم يتخذون القرارات على أسس غير أكيدة، وهو ما يؤدي إلى ظاهرة التسرع، فالمتعامل الاقتصادي يتصرف فقط وفق عوامل موضوعية (التي ترتكز على التحليل الأساسي مثلا)، ولكن على أساس ما يفكر فيه متعاملون آخرون و تتجلى آلية التتابع بصورة واضحة في مفهوم سلوك القطيع.[(120)]

إن الفكرة الأساسية للتحليل الفني أن هذا "البعد النفسي" للسوق يعبر عنه في أسعار الأسهم. (121)

يرتكز على دراسة سجل الماضي للتغير في السعر الذي يباع به السهم، والهدف هو اكتشاف نمط لهذا التغير يمكّن المحلل من خلاله استخلاص نتائج تفيد في التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل. (122)

المطلب الثاني: المستوى المتوسط للكفاءة

يعتبر الشكل المتوسط للكفاءة أن مجموع المعلومات المتاحة والمتعلقة بأصل مالي، مأخوذة في احتساب سعر هذا الأصل في اللحظة ذاتها، أين تكون المعلومات قد هذه نشرت للعامة، أي أنه لا يوجد تفاوت زمني بين لحظة الإعلان عن المعلومة وزمن إدماجها في التسعيرة .[(123)]

إن معيار اللحظية يفسر ـ عمليا ـ بتدخل فوري للمستثمرين بصفتهم بائعين أو مشترين للأصول المالية على مستوى السوق، وهذه الأخيرة تحدد بمجرد ظهور المعلومة، مستوى السعر المتكافئ.

---

(119) منذر عبد الكريم مرهج، أثر استيراتيجية توقيت السوق على أداء الاستثمار في البورصة المصرية، بحث مقدم للحصول على درجة دكتوراه الفلسفة في إدارة الأعمال، قسم إدارة الأعمال،كلية التجارة بالإسماعيلية،جامعة قناة السويس، 2004، ص48

120)فوزي زكي، المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية، مجلة الدراسات الاقتصادية، الجزائر: دار الخلدونية،العدد الثاني،2000،ص37

(121)Bertrand Jaquillat, BRUNO Solnik,Opcit,P48

122)طارق عبد العال حماد، التحليل الفني و الأساسي الأوراق المالية،كلية التجارة،جامعة عين شمس، 2006، ص 346

123)أنظر أسماء ميهوب، العولمة المالية وأثرها على كفاءة الأسواق المالية، المركز الأكاديمي للكتب الجامعية،حلب، سوريا 2007،ص75-76

يكون من المستحيل ـ انطلاقا من هذا ـ أن يستفيد أي متدخل من معلومة، بما أن كل المستثمرين قد تحصلوا وفي نفس الوقت عليها، ولا أحد بينهم سيقبل على إجراء معاملة بسعر مختلف عن السعر الحقيقي (الذي أدمج في حسابه المعلومة المتعلقة به) للأصل.

في إطار فرضية عقلانية المستثمرين، وكذا سرعة تداول المعلومة ومجانيتها، فإن مجموع المتعاملين يتحركون فوريا، وبالتالي لا أحد يستفيد فرديا من المعلومة الجديدة .[124]

الفرع الأول: **شروط فرضية الكفاءة المتوسطة**: تشترط فرضية كفاءة الأسواق المالية بالشكل المتوسط ما يلي:

1 ـ رد فعل آني للمستثمرين: من خلال متابعة دائمة ومستمرة لشاشات والمعلومات الاقتصادية تتبعها ردود أفعال مباشرة كشرط انعكاسي. بحيث لا يوجد فرق زمني بين التفكير واتخاذ القرار، وفي نفس الوقت يجب أن تعالج المعلومة وتحلل في وقت حقيقي، فهذه الشروط تبقى ضرورية من أجل تقبل فكرة الشكل المتوسط للكفاءة.

2 ـ تسعيرة كل أصل مسعر موافقة لقيمته الحقيقية، لا يوجد انحراف بين قيمة الأصل وتسعيرته، كون أن كل المعلومات قد أدمجت.

3 ـ لا مجال للمضاربة في الحدود التي كل معلومة جديدة آليا تدمج في تحديد التسعيرة، ومنه لا أحد من المستثمرين له إمكانية الاستفادة من هذه المعلومة من أجل تحقيق أرباح غير عادية، ودون تحمل مخاطر مرتبطة بحيازة هذه الأوراق.[125]

4 ـ إمكانية تحديد أثر أي حدث جديد على التسعيرة في الوقت الذي لم يكن متوقعا سابقا.

5 ـ التقديرات المسبقة المتعلقة بأحداث مستقبلية، يجب اعتبارها معطيات متعلقة بالأصل، بمجرد تكون تنبؤ، فإنه يظهر على شكل معلومة جديدة التي تحتسب في تحديد التسعيرة.

حسب الشكل المتوسط للكفاءة، لا تأخذ التسعيرة المعلومات الواقعية الموضوعية فقط المتعلقة بالأصول المالية، ولكن تأخذ أيضا متوسط التقديرات للمستثمرين لحظة تكونها.

إن وجود التقديرات من شأنه تشويش إمكانيات قياس أثر حادث على التسعيرة، يكفي التنبؤ بحدث حتى لا يكون لإعلانه أثر على التسعيرة، منه فقط المحتوى الإعلامي للمعلومة من شأنه إحداث تغيرات على الأسعار. لا يمكن معرفة أو قياس أثر بث معلومة على سعر أصل ما، إلا في الإطار الذي تكون فيه المعلومة لم يُتنبأ بها.[126]

---

[124] انظر: الكسندر ديفدسون،المضاربة في البورصة، القاهرة،قسم الترجمة بدار الفاروق،2002،ص116-126

[125] Orléan A., La notion de valeur fondamentale est-elle indispensable à la théorie financière ?, Regards croisés sur l'économie 2008/1, N° 3, p. 120-128.

[126] Sandrine Lardic, Valérie Mignon ,Analyse intraquotidienne de l'impact des « news » sur le marché boursier français.
http://cedric.froment92400.free.fr/wp-content/uploads/2010/06/2003-lardic-mignon.pdf

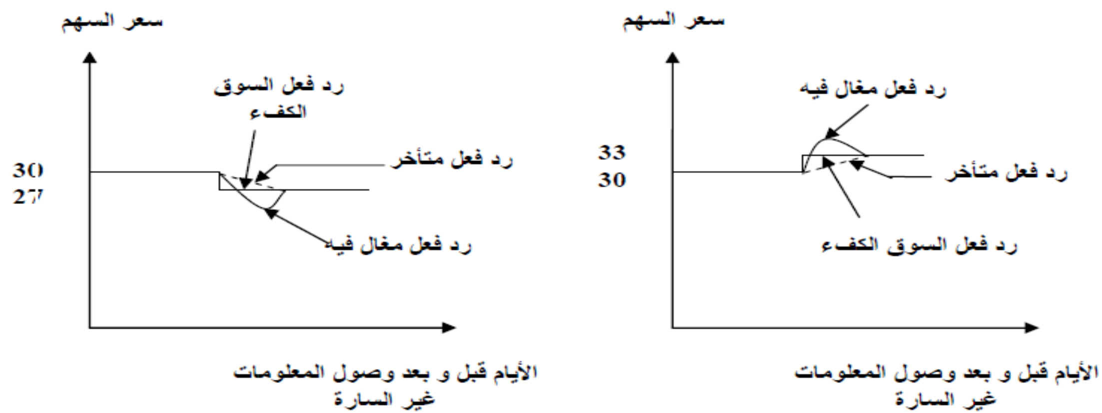
إذا أردنا قياس تأثير معلومة متعلقة بحدث ما على تسعيرة أصول معينة، من الضروري معرفة إذا ما تم التنبؤ بالحدث أم لا، فإذا تم التنبؤ به، يصبح من الضروري الأخذ بعين الاعتبار التغيرات الناتجة عن التقدير، بينما إن وقع العكس فإن تأثير حدث معين غير متوقع يمكن قياسه وتحديده. عمليا، يعمد الباحثون عن عزل الأحداث غير المتوقعة، في الإطار الذي تكون فيه النتائج المحصل عليها من خلال هذه الأحداث أكثر موضوعية.[127]

الفرع الثاني: المستوى المتوسط وسرعة تعديل التسعيرة: تتمثل مصداقية الشكل المتوسط للكفاءة، في سرعة تعديل التسعيرات نتيجة لمعلومة جديدة.

لكي نقول عن سوق أنه كفء بمفهومه المتوسط، من الضروري أن يكون التعديل آنيا، أي سرعة التعديل لا نهائية .[128]

الشكل التالي يوضح رد الفعل تجاه معلومة غير مسبق توقع حدوثها.

شكل رقم (3): رد فعل نظري لسعر أصل اتجاه حدث غير متوقع حدوثه مسبقا



المصدر: حنفي عبد الغفار،الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية،الإسكندرية 2004، ص75

يوضح التمثيل البياني أعلاه سلوك السعر في ظل السوق الكفء وغير الكفء، بناء على المعلومات الواردة إلى السوق:

1 – ففي حالة وصول معلومات جديدة ومشجعة عن إنتاج إحدى الشركات، سينعكس ذلك مباشرة في استجابة فورية وتلقائية لسعر السهم بالارتفاع، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للسهم، وهو ما يحقق للسوق كفاءة عالية. (الشكل أ)؛

---

[127] Roland gillet,Marchés financiers et anticipatios rationnelles, Reflets et perspectives XLIII ,2004/2,P8

[128] Christine.Stachowiak, Prévisibilité des rentabilités boursières Une étude empirique du marché boursier français sur données intraquotidiennes, Économie et Prévision, n°166 2004-5,P71

2 – أما في حالة وصول معلومات غير سارة إلى السوق، فذلك سينعكس سلبا على سعر السهم بالانخفاض في القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية، فتكون الاستجابة متأخرة حتى يستوعب السوق هذه المعلومات، ولن يحقق المستثمرون أرباحا، فيتصف السوق في مثل هذه الحالة بعدم الكفاءة، أين يستغرق تعديل السعر إلى السعر الحقيقي عدة أيام من وصول هذه المعلومة إلى السوق.(الشكل ب)؛

3 – أما في حالة الاستجابة المغالى فيها، فيقصد بها بلوغ سعر السهم مستوى أعلى من السعر الحقيقي نتيجة المبالغة في هذه المعلومات، مما يدفع بالسعر إلى أعلى مستوياته ومن ثم يتعدل بعد ذلك تدريجيا. (الشكل أ، و الشكل ب).[129]

كذلك يتجلى من الشكل البياني السابق، أن الواقع لا يتطابق تماما مع تقديرات النظرية.

إن قياس سرعة رد فعل السوق تجاه معلومة معطاة، يمكن ترجمته كمقياس كمي للكفاءة، فكلما كانت سرعة الاستجابة هامة كلما ارتفعت درجة كفاءة السوق أو العكس، إذن تتمثل الإشكالية في إمكانية القياس الفعلي للسرعة هذه.

بهدف اختبار الشكل متوسط القوة للكفاءة، يهتم الباحثون برد فعل الأسواق عند إعلان حدث معين متعلق بأصل مالي معين.

حتى يمكن اعتبار الأسواق كفؤة، من الضروري أن تكون سريعة الحركة إزاء المعلومة غير المتوقعة، والتي من شأنها التأثير على أصل ما وتعتمد أساسا على قياس سرعة استجابة الأسواق تبعا للمعلومات.[130]

المطلب الثالث: المستوى القوي للكفاءة والمعلومة المميزة

يظهر الشكل القوي الأكثر صعوبة للتقبل، من بين الأشكال الثلاثة لكفاءة الأسواق المالية، فكريا والبرهنة عليه.

يفترض الشكل القوي لنظرية الكفاءة، أنه من الممكن تحقيق أرباح من خلال المعلومات غير المنشورة والمتعلقة بأصل مالي، من أجل التنبؤ بتطور مستقبلي لأسعار هذا الأصل، بمعنى آخر تفترض النظرية أن إدراك معلومة سرية التي من شأنها التأثير على قيمة أصل مالي عندما يتم الإطلاع عليها، لا تؤدي بالحاصل عليها إلى تحقيق أرباح حقيقية على مستوى هذه الأسواق.

نقصد بالمعلومات، تلك المرتبطة مباشرة بالمؤسسات المسعرة، كما يمكن أن تتعلق بمعلومات تخص الاقتصاد كليا أو جزئيا، والتي من شأنها التغيير من تسعيرة الأوراق المالية التابعة لقطاع أو لسوق معينة.

أحسن مثال يمكن تقديمه هو متعلق بعملية عرض عمومي للشراء، حيث الدراية من طرف قريب من المؤسسة المهاجمة أو مكتب الاستشارة، يمكن أن توحي بحيازة هذه الأطراف على ميزة معتبرة تمكنهم من تحقيق أرباحا ضخمة وبدون مخاطرة، من خلال شراء أكبر عدد ممكن من الأوراق

---

[129] حنفي عبد الغفار،الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية،الإسكندرية 2004، ص75

[130] Mignon Valérie, Les ambigüités de la théorie de l'efficience informationnelle des marchés financiers, La découverte, Regards croisés sur l'économie,2008/1(n°3),p18

المالية للمؤسسة المستهدفة بسعر السوق، وهو أقل وبدرجة محسوسة عن السعر الذي قد تصل إليه هذه الأوراق، بعد الإعلان عن العرض وبعد الموافقة على التنازل عن هذه الأصول للمؤسسة المهاجمة، يكون المستثمر الحائز على المعلومة قد حقق ربحا كبيرا بدون مخاطرة، يمثل الفرق بين سعر الشراء (سعر السوق قبل إدماج المعلومة) وسعر البيع (سعر السوق بعد إدماج المعلومة).[131]

يمكن التفكير أيضا في المستثمر القريب من السلطات النقدية، الذي يمكن أن يعلم مسبقا بأسعار الفائدة الموجهة للدولة.

فارتفاع معدلات الفائدة من شأنها أن تؤدي إلى انخفاض في أسعار السندات ذات معدلات فائدة الثابتة المصدرة من قبل، والقيام بتحويل رؤوس الأموال للأسهم نحو تلك السندات، متسببا بذلك في انخفاض إجمالي على مستوى سوق الأسهم، وبالعكس انخفاض في معدلات الفائدة مع تحديد المصاريف المالية للمسعرة، من شأنه رفع من جهة الأرباح والتدفقات النقدية للمؤسسات ذات استدانة عالية، وبمعدلات فائدة متغيرة، أو تكون لها الإمكانية في إعادة مفاوضة معدل دينها، ومن شأن الأصول المالية لهذه المؤسسات أن ترتفع .

إن إدراك هذا النوع من المعلومات قبل نشرها (التصريح بها)، يصبح ذو فائدة كبيرة بالنسبة لأي مستثمر، كما يمكن أن يتعلق الأمر بمعلومة سياسية قادرة على التأثير في السوق بأكمله، أو معلومة تجارية لا تتعلق إلا بأصل مالي معين.

إن استعمال هذا النوع من المعلومات من طرف المستثمرين، الذين قد تحصلوا عليها من خلال موقعهم (الوظيفي أو النسبي: قرابة لأحد مسيري المؤسسة) على ميزة، فهذا النوع من إدراك المعلومة يسمى Délit d’initié وهو ممنوع على مستوى كل الأسواق المالية، لأنه يتنافى مع مبدأ تجانس المتدخلين، وتعتبر هيئة مراقبة البورصة المعنية، الجهة المكلفة بالتنسيق مع الهيئات القضائية بتطبيق احترام هذا المنع.[132]

إن حيازة معلومات مميزة تقدم لحاملها تفوقا كبيرا، يسمح له بتحقيق أرباح دون التعرض للمخاطرة، هذه الحالة تخل بفرضية مساواة الفرص للمستثمرين على مستوى الأسواق المالية، أي إلى حسن سير هذه الأخيرة .

---

[131] Sandrine Lardic Valérie Mignon L'efficience informationnelle des marchés financiers La Découverte Paris,2006,P 43

1-[الجهة] المخولة في فرنسا بمعاقبة كل من يرتكب مجلس مراقبة البورصة و القانون 1-10للأمر28 سبتمبر 1967 المعدل في 3جانفي 1983 ثم في 22جانفي 1988ثم 2أوت 1989 ينص على :
"يتعرض لعقوبة السجن و غرامة مالية مقدرة ب10ملايين فرنك فرنسي الأشخاص الحائزين بحكم وظيفتهم أو منصبهم على معلومة مميزة حول آفاق الجهة المصدرة للأوراق المالية ،أو على القيم المنقولة ،أو عقد لأجل قابل للمفاوضة و الذين حققوا أو سمحوا بتحقيق على مستوى السوق بصفة مباشرة أو بواسطة لعملية أو مجموعة عمليات قبل أن تتاح المعلومة للجمهور"

بينما نجد أن الشكل القوي لنظرية الكفاءة يتجاهل هذه الدراية، بحيث إذا كانت الأسواق المالية كفؤة من منظور الشكل القوي، فإن حيازة المعلومة المميزة لا تسمح بتحقيق أي مضاربة، بل العكس فهي تسمح بإعلام السوق قبل أن يتحصل عليها هذا الأخير بإحدى الطرق الكلاسيكية (عند الإفصاح عنها)، فلا مجال بذلك لإنكار هذا التصرف، غير أن المبادئ التقليدية لاقتصاد السوق قائمة على نظام التشغيل المتعادل، حتى يكون السوق أحسن أداة لمكافأة الموارد، لذلك من الضروري أن يكون الأعوان متساوون داخل هذه السوق، ونعتبر بذلك حيازة معلومة مميزة منافية لهذا المبدأ.

من خلال ما تعرضنا له مسبقا نجد أن الشكل القوي لكفاءة الأسواق صعب التقبل.

نقدم فيما يلي مبررين للشكل القوي للكفاءة:

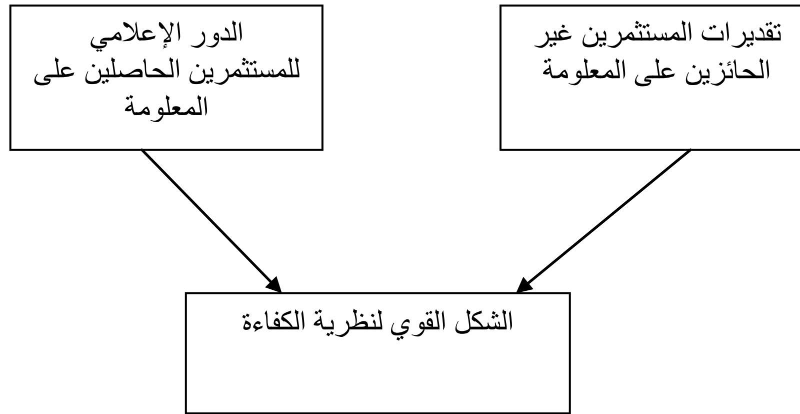
الأول: متعلق بإمكانية التعرف على الحاصلين عن المعلومة المميزة، فبمجرد قيامهم بتصرف إزاء المعلومة التي تحصلوا عليها ــ في الإطار الذي تكون فيه السوق شفافة ــ تكون هذه العمليات مرئية وملفتة لانتباه المتعاملين الآخرين، فتعتبر حركاتهم منبها، يعلم من خلاله الآخرين بحدث خاص منتظر وتتحرك السلطات القائمة على تنظيم السوق للاستطلاع حول مجريات هذه العملية، نقصد بها تلك التي تؤدي إلى تغير الأسعار بانحراف غير عادي.

الثاني: يمس جانب التنبؤات، فأغلب الأحداث هي قابلة التقدير بوقوعها، إن معظم المعطيات تكون حول المؤسسة (نشر حسابات، قرارات الإدارة في توزيع الأرباح) مقدمة دوريا (عادة سنة) وانطلاقا من هذه المعطيات، يمكن للمستثمر أو المحلل المالي القيام بتنبؤات. إذن توجد أحكام مسبقة من خلال المعلومة المقدمة، ومن خلال هذا فإن المتحصل على المعلومة المميزة بإمكانه تحقيق الأرباح، إلا في الحالة التي تكون المعلومة التي لديه مختلفة وبانحراف هام عن متوسط تقدير المحللين ،كما يجب تقدير ــ في هذا المجال ــ وجود مصاريف المعاملة التي من شأنها أن تحد من أرباح المضاربة إن تحققت.

من خلال ما سبق نجد أن المعلومة المميزة ليست لها قيمة، إلا في الإطار الذي يكون فيه الفرق بين المعلومة هذه ومتوسط تقديرات المحللين، أكبر من تكاليف المعاملة الناتجة عن المضاربة .

يمكن تلخيص هذه المبررات في الشكل البياني التالي :

الشكل رقم (4) :تأثير المعلومة المميزة على كفاءة السوق



Source :Gillet P, « L'efficience des marchés financiers », P98

الفرع الأول: تجسيد الشكل القوي: توضح الحالة التالية الشكل القوي لنظرية كفاءة الأسواق المالية حيث يبيّن كيف على مستوى سوق مالي معين، يُعلم الحائز على المعلومة المميزة السلطات في السوق عن حدوث مستقبلا حادثا مازالت هذه الأخيرة تجهله.

كما يبين أن الحائز على المعلومة المميزة وفي كل الحالات ليس بإمكانه تحقيق أرباح مهمة.

نفرض أن التسعيرة في هذه السوق تجري عن طريق نظام آلي، يقوم بمقابلة عروض البيع والشراء في كل لحظة، (النظام المفتوح أو نظام التسعيرة المستمرة)، حيث إجمالي المتعاملين يمكنهم الإطلاع على دفتر الأوامر، أي عروض الشراء والبيع لكل ورقة مالية على مستوى كل السوق.

الفرع الثاني: إشكالية اختبار الشكل القوي: إن اختبارات الشكل القوي تعد صعبة للتحقيق، لأنه ليس من السهل تعيين حاملي المعلومات المميزة، ولا معرفة ما إذا أدى استعمالها إلى تحقيق أرباح معينة .

يمكّن الشك في حاملي المعلومة المميزة: مسيرو المؤسسات، محافظو الحسابات ومختلف الخبراء والمحللين الماليين، الذين يعملون بقلب الشركة، والذين لهم معرفة مسبقة بالنتائج المحاسبية، التعديلات في الطرق المحاسبية التي من شأنها التأثير على الحسابات الجماعية، أو محاولات التقارب مع مؤسسات أخرى، لكن لا شيء يدل على أن هؤلاء المشتبه بهم سيستعملون هذه المعلومات .

بما أن هذه العمليات ممنوعة وخاضعة لعقوبة، فلن يكون الإشهار من طرف المشتبه بهم لتصرفاتهم بل بالعكس، سوف يبحثون عن مختلف السبل لإنجاح عملياتهم وإبعاد الشبهات عنهم، من خلال أسماء مستعارة، تعدد حسابات الأوراق المالية، التصرف من خلال أجانب وبالتالي تصبح قدرات الباحثين في تحديد هذه التصرفات محدودة .

يمكن فقط التعرف عليهم حالة تحقيق أرباح غير عادية، فهذا يستدعي من السلطات القيام بالتفتيش والتحقيق في الأمر، غير أنهم لديهم المبررات بأنهم استطاعوا التنبؤ واتخاذ القرار من خلال تحليل المعطيات، التي تسمح بإعطاء منبهات تدفعهم إلى القيام بتصرفاتهم الاستثمارية .

في حالة القيام بتحقيق متعلق بمخالفة معينة لمستثمر مشتبه به، إزاء إصدار عملية شراء عمومي لمؤسسة على إحدى فروعها، يمكن أن يبرر مسير المحفظة القريب (عن طريق مختلف الصلات المشكّلة للقرابة) لأحد مستشاري العملية المحققين، أن مجموع الشروط كانت متوفرة لتدفعه للقيام بهذه العملية : سوء تقييم (نقص تقييم) السوق للمؤسسة المستهدفة بالنسبة لتقدير الخبراء، وجود خزينة هامة غير مستعملة في حسابات الشركة المهاجمة، مقاربة محققة من طرف أهم منافس للشركة المهاجمة تدفعها للقيام بعمليات التركيز في القطاع....

استخلص المسير بذلك وجود احتمال كبير لمقاربة وتصرف على هذا الأساس، وبالتالي تكون العملية التي قام بها والأرباح التي تمكّن من جنيها بعيدة، من خلال المبررات التي قدمها من أن تعرّضه إلى أية عقوبة قضائية.(133)

يتمثل الحل في العمل والدراسة عن العمليات المخالفة المسجلة من طرف سلطات السوق والعقوبات، دراسة تصرفات المخالفين(134) ، الأرباح المحققة قبل اكتشافهم من طرف سلطات السوق وكذلك الطرق المستعملة التي يمكن أن تكون موضوع دراسة جدّ هام ومفيد.

لا تشكل هذه الدراسات إثبات أو عدم إثبات الشكل القوي للكفاءة، بحيث تخص فقط عمليات المخالفة المكتشفة والخاضعة للعقوبة، أي أنها لا تشمل العمليات التي استعملت معلومات مميزة 135 والتي :

ـــ لم تسمح لهؤلاء الذين قاموا بها بتحقيق أرباح.

ـــ التي سمحت لممارسيها بتحقيق أرباح، غير أنهم لم يتعرضوا إلى عقوبات من طرف سلطات السوق.

---

(133)Hyme P, « Des differentes acceptions de la theorie des marchés efficients »,Economie appliquée,Vol 57,n°4,2004 ?P 43-57

(134)Balley P, « La bourse :M mythes et réalités »,Presses universitaires de France,Paris,1987
Orlean A, « les marchés financiers sont ils rationels ? »,in Askenazy P.et Cohen D.(eds),édition de la rue d'Ulm,Paris,2008.disponible sur :www.pse.ens.fr/orlean/

(135) Il est important de différencier entre l'**Opération d'initié** et **délit d'initié**
Opération d'initié: هي عملية شراء أو بيع المحققة من طرف شخص استطاع بحكم وظيفته أو اتصالاته بالمؤسسة على أن يتحصل على المعلومة التي من شأنها تغيير و بشكل حساس تسعيرة ورقة مالية قبل نشرها للجمهور و بدون أن تكون هذه العملية متابعة.
Délit d'initié: يتحقق عندما تصبح L'opération d'initié répréhensible
Donc toutes les opérations d'initié ne sont pas des délits

بهذا تعتبر هذه الدراسات جزئية، غير أنها قادرة على إزالة الستار عن العمليات المحظورة التي تتكرر بنفس الطريقة (نفس التصرفات لمعاقبين سابقا).

يمكن تصنيف هذه الدراسات إلى ثلاث مجموعات:

المجموعة الأولى: تضم مجموع الدراسات المكرسة في عمليات المخالفة المرتكبة، وتسمح هذه الدراسات بملاحظة ما إذا حقق المتعاملون أرباحا غير عادية، وإذا ما ساهمت أوامرهم بالشراء أو بالبيع في إعلام السوق.

المجموعة الثانية: تضم الدراسات التي تبحث عن تحديد كفاءات المحافظ المسيرة من طرف مهنيين فهؤلاء يتمتعون في اتخاذ قراراتهم بمعلومات شاملة مقارنة بغير المهنيين، هذا ما يدفعنا للتفكير في أنه من الممكن أن يكونوا قد تحصلوا على المعلومة قبل غير المهنيين، و التالي تفوقهم يكون دائما كبيرا بالنسبة للآخرين.

المجموعة الثالثة: تشكيلة نتائج تجارب منجزة في المخابر، تحليل بعض العمليات المخالفة والممارسة من طرف أشخاص، وذلك بحكم موقعهم داخل أو بالقرب من المؤسسات المسعرة، والذين لهم القدرة في الحصول على معلومات سرية لن يتم الإفصاح عنها.[136]

---

[136] سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة،1999،ص116

الخلاصة

إن السوق الكفء للأوراق المالية هو السوق الذي تستجيب أسعار الأوراق المالية في ظله للتغيرات في نتائج تحليل البيانات و المعلومات المتدفقة إلى السوق، بحيث تحدث هذه الاستجابة بسرعة تؤدي إلى تساوي القيمة السوقية للورقة المالية مع قيمتها الحقيقية أو الضمنية، و بحيث لا تستطيع أي فئة من المستثمرين أن تحقق مكاسب غير عادية على حساب فئة أخرى. ففي ظل السوق الكفء سوق يحقق جميع المستثمرين نفس معدل العائد لمستوى معين من المخاطر.

تعد المعلومات و أنظمة الإفصاح المالي أحد أهم المقومات الرئيسية المساندة لتطور و نضوج أسواق الأوراق المالية. حيث أصبحت كفاءة هذه الأسواق تعتمد بشكل أساسي على قدر ما توفره من معلومات للمتعاملين وعلى مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون بالمعلومات المتاحة و المنشورة وتلك التي تتدفق من قنوات متعددة عامة و خاصة، من حيث مصداقيتها و موضوعيتها.

تتوقف كفاءة أسواق المال بدرجة كبيرة على مدى توافر المعلومات و البيانات للمستثمرين من حيث سرعة توافرها، و عدالة فرص الاستفادة بها، و تكاليف الحصول عليها، بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للأوراق المالية و ظروف سوق تداولها.

يتحدد مستوى السوق الكفء في درجة كفاءته وفقا لنوع المعلومة المتاحة والمستخدمة: (المستوى الضعيف-المستوى المتوسط- المستوى القوي)، فكفاءة السوق تقاس بالنسبة لهيكل معلومات معين و لا تعبر عن مفهوم مطلق، و إنما الكفاءة في الواقع مفهوم نسبي مرتبط بنوعية المعلومات التي يمكن أو لا يمكن استخدامها للتنبؤ بالأسعار.

الفصل الثالث

محددات وتحديات الأسواق المالية الناشئة

قد تكون حاجة اقتصاديات البلدان النامية والضعيفة إلى سوق مالي ضرورية للنهوض باقتصادياتها، ذلك لشدة تأثير الأسواق المالية على المشروعات والإنجازات الاقتصادية، خاصة الكبرى منها. لهذا تسعى الدول النامية والضعيفة إلى إقامة ودعم مثل هذه الأسواق، حتى يكون لها دورا فعالا في التنمية الاقتصادية. إن الأسواق المالية الناشئة اليوم كادت تكون اهتمام الكثير من الاقتصاديين والمتعاملين الدوليين، بما تميزت به هذه الأسواق من خصائص ومميزات جعلتها محط أنظار الجميع، والعوائد التي تدرها على المستثمرين الأجانب خاصة مستثمري المحفظة المالية.

لقد حدث تغير كبير في هيكل التدفقات الرأسمالية للدول النامية منذ النصف الثاني من الثمانينات، فبعد أن كانت هذه الدول تعتمد اعتمادا شبه مطلق على التدفقات الرسمية لسد الفجوة في احتياجاتها التمويلية، أصبحت في الوقت الراهن هذه التدفقات الرسمية لا تشكل إلا نسبة ضئيلة من إجمالي التدفقات الرأسمالية للدول النامية، حيث أنه في سنة 2002 كان إجمالي تدفقات رأس المال الخاص إلى الدول النامية 127.3 مليار دولار أمريكي، في حين لم يتجاوز إجمالي التدفقات الرسمية لنفس السنة 20.2 مليار دولار، أي ما نسبته 13.6 % من إجمالي التدفقات الرأسمالية للدول النامية.[137]

جدير بالذكر هنا أن هذه الزيادة في تدفقات رأس المال الخاص للدول النامية لم تأت ارتجالا، بل نتيجة عن حدوث عدد من المتغيرات الدولية، وكذلك لا تباع هذه الدول مجموعة من السياسات استرعت انتباه المستثمرين الدوليين ودفعتهم لتوجيه أموالهم لأسواق الأوراق المالية لهذه الدول.

لقد نمت أسواق الأوراق المالية بالدول النامية بمعدلات مرتفعة خلال السنوات الأخيرة، وحققت معدلات أداء فاقت العديد من نظيراتها في الدول المتقدمة، وقد اصطلح على تسمية هذه الأسواق باسم الأسواق الناشئة أ و الصاعدة، وإذا كانت هذه الأسواق قد ألمت بها أزمات مالية منذ منتصف التسعينات، مثل أزمة المكسيك (1995) وأزمة دول جنوب شرق آسيا (1997) وأزمة الأرجنتين (2001) وأخيرا الأزمة المالية في تركيا (2002)، إلا أنها لا تزال تشكل ظاهرة مالية واقتصادية تستدعي انتباه المزيد من الباحثين.

تتركز الأسواق المالية الناشئة في عدة مناطق على مستوى العالم على النحو التالي :

أمريكا الجنوبية (المكسيك، الأرجنتين، البرازيل، شيلي .....)

جنوب شرق آسيا (كوريا الجنوبية، ماليزيا، تايوان، سنغافورة، تايلاند........)

شرق أوروبا (المجر، بولندا ....)

غرب أوروبا (اليونان، البرتغال ....)

الشرق الأوسط (مصر، الأردن، تركيا ......)

إفريقيا (جنوب إفريقيا، نيجريا، تونس، المغرب ....)

---

[137] الأرقام مأخوذة من النشرة الاقتصادية لبنك مصر، السنة الرابعة و الأربعون،2002،ص27

المبحث الأول: السوق المالي الناشئ: المفهوم والخصائص

حاولت الدول النامية منذ فترة طويلة وهي القيام بعمليات إصلاح هيكلية ومالية عديدة، تتمثل في بناء المؤسسات المالية والأسواق وجذب الاستثمارات، وخلال عمليات الإصلاح حدثت طفرة هائلة في التدفقات المالية إلى مجموعة الدول النامية، وكانت هذه التدفقات من العوامل الأساسية لنمو الأسواق المالية، ولم يظهر لفظ الأسواق الناشئة في أدبيات الاستثمار العالمي إلاّ حديثا، ففي أوائل الستينيات كان لفظ الدول غير المتطورة هو المستخدم وكانت مصطلحات مثل الدول النامية، أو العالم الثالث آخذة في الظهور كبدائل أكثر ملاءمة. وظهر مصطلح "البلدان الناشئة" خلال سنوات الثمانينات تزامنا مع تطور الأسواق المالية للبلدان السائرة في طريق النمو. وكان أول استخدام للفظ الأسواق الناشئة من قبل خبراء مؤسسة التمويل الدولي في دراستهم لنمو الأسواق المالية في المناطق الأقل تقدما في العالم، حيث أول من أطلق اسم "سوق ناشئ " سنة 1981، هو أنطوان فان أكمائيل [138] الذي تحدث عن البلدان النامية التي أصبحت تقدم فرصا جديدة للمستثمرين.(139)

كما تبنت مؤسسة التمويل مفهوما أكثر شمولية، حيث عرفت مؤسسة التمويل الدولية "سوق ناشئ" حسب تعريفين :

1- سوق أوراق مالية في أي اقتصاد نام، تبعا لتعريف صندوق النقد الدولي، بغض النظر عن درجة نمو السوق نفسه، ويرجع ذلك إلى أن نمو سوق المال يرتبط بصورة قوية، ويأتي بعد نمو الاقتصاد المعني، فهم يربطون ما بين تصنيف السوق وتصنيف الاقتصاد نفسه، حتى لو كان السوق منظما، ويعمل بكفاءة سيطلق عليه "ناشئ" ما دام الاقتصاد الذي يعمل به مازالناميا.

2- أنها الأسواق التي بدأت في النمو، و لديها القدرة على مواصلة النمو و التقدم.(140)

---

[138] اقتصادي نيورلاندي في المؤسسة المالية الدولية

(139) Van Agtmael Antoine, "The emerging market century : how a new breed of world class companies is overtaking the world" (N.Y. : Free Press)

(140) عبد الله عويد مفلح طويرش، العلاقة بين أحجام التداول و عوائد الأسهم في الأسواق المالية العربية الناشئة،أطروحة دكتوراه، الأكادمية العربية للعلوم المالية و المصرفية،قسم الإدارة المالية،2006، ص31

المطلب الأول: بلورة مفهوم الأسواق المالية الناشئة

لا يوجد تعريف محدد وموحد للأسواق المالية الناشئة، فعبارة ناشئة تعود في الأصل إلى بنوك الاستثمار الأمريكية، التي كانت تبحث عن مناطق جغرافية ذات نمو قوي من أجل الاستفادة من العوائد المرتفعة في الأسواق المالية التي ينتظر أن تتطور وتنمو، ويشمل مصطلح " ناشئة " عدة مفاهيم، فيمكن أن يعني سوقا قد دخلت عملية نمو وتطور بشكل يجعلها مهمة وجاذبة بالنسبة للمستثمرين، ويمكن أن يقصد بها سوقا بدأت في التطور، حيث يكبر حجمها ويزداد تطورها على عكس بعض الأسواق الضعيفة، التي لم تدخل بعد مرحلة الانطلاق.[141]

من الواضح أن أغلبية الأسواق المصنّفة حاليا كناشئة، ستدخل في المستقبل ضمن إطار الأسواق المتقدمة، فمرحلة النشوء هذه مرت بها كل سوق مالية في بداية تطورها، ففي بداية القرن العشرين كانت السوق الأمريكية تعتبر ناشئة بالنسبة للمستثمر البريطاني، بينما السوق اليابانية عدّت ناشئة في الستينيات والسبعينيات، وتتمثل الأسواق الناشئة حاليا في أسواق الدول الأسيوية التي تنمو بمعدلات سريعة، وبعض بلدان أمريكا الجنوبية. وعموما فإنه لابد من النظر إلي ظاهرة الأسواق الناشئة كعملية حركية، فبعض الأسواق قد برزت فعلا، وبعضها في طريق البروز، وأخرى ستظهر لاحقا.[142]

الفرع الأول: معايير تصنيف الأسواق المالية الناشئة: يمكن أن يطلق على سوق الأوراق المالية في أية دولة لفظ (سوق ناشئ) إذا انطبق عليه على الأقل أحد المعيارين التاليين:[143]

1- المعايير الكمية : يمكن الرجوع إلى تعريف مؤسسة التمويل الدولية للسوق الناشئة، على أنها سوق أسهم وقروض في بلد يكون دخله الوطني الإجمالي للفرد أقل من الدخل الفردي للدول المتقدمة، غير أنها تعرف نموا اقتصاديا سريعا وأين يصبح مستوى المعيشة والهياكل الاقتصادية تؤول إلى مثيلاتها في الدول الصناعية.[144]

---

[141] David.C.L.Nellor, « l'émergence des marchés en Afrique », Finances & Développement septembre 2008, p30

[142] J. Vercueil, *Les pays émergents. Brésil-Russie-Inde-Chine : mutations économiques et nouveaux défis*, Paris : Bréal, 2010, p 207

A. Kateb, *Les nouvelles puissances mondiales. Pourquoi les BRIC changent le monde*, Paris : Ellipses, 2011, 272 p

C. Jaffrelot (dir.), *L'enjeu mondial. Les pays émergents*, Paris : Presses de Science Po, 2008, p 381

[143] Economica Emmanuel Tchemeni «Les marchés émergents », encyclopédie des marchés émergents,(1997),.p14

[144] Sylvia Delannoy, Geopolitique des marchés émergents : ils changent le monde ,PUF.2012 P11

الجدول رقم (1): الدخل الفردي للدول الناشئة و الصناعية لسنة 2010

	البلدان	الدخل الفردي (دولار أمريكي)
البلدان الناشئة	أفريقيا الجنوبية	7101
	المكسيك	9566
	الأرجنتين	9138
	البرازيل	10816
	الصين	4283
	كوريا الجنوبية	20591
	الهند	1176
	أندنوسيا	2963
	السعودية	16641
	روسيا	10521
	تركيا	10206
البلدان المتطورة	الولايات المتحدة	47132
	كندا	45880
	اليابان	42820
	الاتحاد الأوروبي	32283

المصدر: من إعداد الباحثة من خلال معطيات البنك العالمي حسب الموقع الالكتروني:
http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/NY.GDP.PCAP.CD , le 15/01/2012

يلجأ البعض إلى حصر الأسواق الناشئة هي البلدان التي لم تدخل إلى مجموعة الـــ 15 خارج منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OCDE)، أو أيضا خارج مؤشر مورغان ستانلي، أو خارج مؤشر فاينانشل تايمز، حيث يمثل معدل النمو الاقتصادي أحد أهم المعايير الكمية.

هناك تصنيف آخر: إن بروز أو نشوء سوقا ما، يدل على التغيرات الهيكلية المتمثلة في التطوير التشريعي والمؤسساتي، كالانتقال من اقتصاد زراعي إلى اقتصاد صناعي، الانفتاح على السوق العالمي للمنتجات والخدمات والتدفقات الدولية لرؤوس الأموال.

تعرف الدول الناشئة على العموم ارتفاعا في الدخل الفردي، ومنه ارتفاع حصتهم من الدخل الإجمالي، ويتميز العمال في هذه البلدان بسرعة اندماجهم في الاقتصاد العالمي من الجانب التجاري (صادرات و واردات) والمالي (انفتاح أسواقهم المالية لرؤوس الأموال الخارجية)، وينتج عن هذا أن هذه الدول تستثمر أكثر فأكثر في الخارج، حيث قدرت استثمارات الدول الناشئة بـــ 117 مليار دولار أمريكي سنة 2005، أي ما يمثل 17 % من إجمالي الاستثمارات العالمية مقابل 10 % في سنة 1982. (145)

كل هذه المعايير في الحقيقة تقوم على مجموعة مؤشرات اقتصادية وأخرى مالية، من أجل تصنيف الأسواق المالية، ولكنها في الواقع معايير غير كافية، حيث لم تشر إلى معيار إمكانية الدخول في السوق وإلى قوة هياكل البورصة، حتى المعايير الجغرافية التي تصنف الأسواق حسب موقعها الجغرافي ليست وجيهة، فمنذ 1990 دخلت بعض بلدان إفريقيا و أوروبا الشرقية مثل أفريقيا الجنوبية، بولونيا وجمهورية التشيك وقبرص في إطار الأسواق الناشئة مما يقضي بضرورة إعادة النظر في مسألة اقتصار صفة " النشوء " على بلدان آسيا وأمريكا الجنوبية.(146)

2- المعايير النوعية : يُحدّد السوق الناشئ من خلال تطوره ودرجة كفاءته وأدائه، فالسوق الناشئ ليس على درجة عالية من الكفاءة، لكنه يعود بمردود مرتفع، بمعنى آخر يتميز بقوة أداء داخلية ، كما أنه يتيح فرصا متنوعة للربح أمام المستثمرين الدوليين، وأكثر أهمية من تلك المتاحة في الأسواق المتقدمة،(147)

بالإضافة إلى شرط تواجد السوق في اقتصاد نامي، هناك شرط آخر هو أن يكون السوق نفسه في حالة نمو وتطور نسبي، ولا بد أن يصل السوق إلى درجة معينة من التطور حتى يمكن منحه صفة "ناشئ "حيث تقصى الأسواق البدائية والضعيفة من هذه المجموعة، وفي نفس الوقت هناك أسواق قد تجاوزت مرحلة النشوء بحجمها الكبير ودرجة ارتقائها العالية. وعلى كل تتصف هياكل السوق المالية في البلدان الناشئة ببعض النقص وقلّة الكفاءة بالمقارنة مع أسواق الدول المتقدمة، ويعتبر هذا كمعيار مهم لتمييز هذه الأسواق. ولا بد من الإشارة هنا إلى أن مصطلح (الأسواق الناشئة) لا يرتبط بمدى حداثة السوق، أي بالأسواق حديثة النشأة،(148) فهو مصطلح يستخدم أو يطلق على الأسواق المقامة مؤخرا مثل أسواق: البحرين، غانا، باناما وسلوفاكيا مع بداية التسعينات 1990 ، كما يطق أيضا

(145)D'après le rapport annuel sur l'investissement de la Conférence des Nations unies pour le commerce et le développement, chiffres cités dans « Le groupe indien Tata Steel prêt à racheter le sidérurgiste Corus », *Le Monde*, 17/10/2006

(146)IFC, Emerging Markets Fatbook 1998,P18

(147)Jean Marc Lehu, «L'encyclopédie du marketing »édition d'Organisation(2004),p223.

(148)Moubarack Lo, « L'émergence économique des nations : définition et mesure » document de travail au colloque jeudi 27/11/2008 université BordeauxIV « L'émergence : des trajectoires au concept.

على الأسواق القديمة مثل سوق بومباي 1887، ريو ديجي نيرو 1845 وسانباولو 1890 . وهي كغيرها من الأسواق في البلدان النامية، حيث نشطت بورصاتها بشكل كبير في الماضي، ثم علّقت نشاطاتها لتظهر ثانية مع بداية التسعينات، وهي أسواق مالية نشأت قديما ولا تزال في مرحلة النشوء أو التطور.[(149)]

يتبين من خلال التعريفين السابقين، أن أية دولة متوسطة أو منخفضة الدخل (نامية) بها سوق أوراق مالية آخذ في النمو، ولديه المقومات التي تمكّنه من الاستمرار في هذا النمو، يعتبر سوق أوراق مالية ناشئ واعتمادا على هذا الأساس يمكن تصنيف الأسواق المالية الناشئة ضمن [(150)] ثلاث مجموعات رئيسية :

ــ تضم **المجموعة الأولى** الأسواق القديمة في دول متوسطة أو منخفضة الدخل، وبدأت في النمو خلال الفترة الأخيرة، مثل أسواق المال باليونان والأرجنتين، البرازيل، الهند ومصر.

ــ أما **المجموعة الثانية** فهي الأسواق الحديثة، التي نمت ضمن أحداث خاصة أو عارضة، مثل أسواق هونج كونج وسنغافورة، اللتان نمتا نتيجة لدورهما كمراكز مالية بمنطقة الشرق الأقصى، وسوق الأردن الذي نما نتيجة لتدفق أموال الدول المصدرة للبترول إليها.

ــ هذا في حين تضم **المجموعة الثالثة،** مجموعة الأسواق الحديثة، والتي اعتمدت على النمو الاقتصادي السريع، الذي تطلّب نموا سريعا في القطاع المالي وتحديثه، ومن أمثلة تلك الأسواق: كوريا الجنوبية، تايوان، الفلبين، تايلاندا، اندونيسيا وماليزيا.[(151)]

من الجدير بالذكر أن السوق المالي في كل من الصين والهند يحتلان مكانة هامة في الأسواق الناشئة، بسبب الأهمية الديموغرافية والاقتصادية، وارتفاع معدل نمو الدخل المحلي الإجمالي، وأثرهما على باقي الاقتصادي العالمي. غير أنهما لا ينضمان إلى قائمة الأربع (04) أوائل أسواق ناشئة: كوريا الجنوبية، جنوب إفريقيا، تايوان والبرازيل. كون أن MSCI ,S&P ، لا يأخذان معدل نمو الدخل المحلي الإجمالي كمعيار وحيد للتصنيف، رغم أننا نسجل أن الأسواق المالية في الصين والهند يحققان رسملة بورصية أكبر من تلك المحققة على مستوى الأسواق المتطورة.

[(149)] أسماء بلميهوب ، العولمة المالية وأثارها على أداء الأسواق المالية الناشئة (حالة سوقي ماليزيا وكوريا الجنوبية) ، رسالة ماجستير ، إقتصاد دولي جامعة سطيف ، 2003-2004

[(150)] IFC.emerging markets factbook 1998 p 18

[(151)] Hicham Asselih, « Les marchés financiers émergents : caractéristiques des performances » CRIEF (2009).p5

توجد معايير أخرى إضافة إلى المعايير المذكورة سالفا، تؤخذ بعين الاعتبار والمتمثلة في حصة الفرد من الدخل الوطني الإجمالي ودرجة الانفتاح للاستثمار الأجنبي، ودرجة السيولة والشفافية، ونوعية الإدارة. (152)

لكل مجموعة من هذه المجموعات، أو لكل إقليم معين ظروفه الخاصة التي أدت إلى نشأة ونمو أسواق الأوراق المالية به، ففي بداية عقد الثمانينات قامت مجموعة دول جنوب شرق آسيا بالعديد من الإصلاحات في أسواقها المالية، من خلال وضع مجموعة شاملة من السياسات وآليات البنية الأساسية تستهدف النهوض بهذه الأسواق كما جرت إعادة هيكلة أسواق الأسهم والسندات بهذه الدول.

أدى دخول كل من اليونان والبرتغال المجموعة الأوروبية المشتركة في منتصف الثمانينات، إلى ثورة مالية في أسواق الأوراق المالية بهذه الدول وحدوث نمو هائل في حجمها .

بالنسبة لدول أمريكا اللاتينية، فمع إعادة جدولة ديونها بدأت في تطبيق سياسات لإعادة بناء النظام المصرفي، مع إعطاء دفعة خاصة لأسواق الأوراق المالية من خلال إلغاء الضرائب التحفيزية على الودائع للبنوك، وتشجيع تحويل الديون إلى حقوق ملكية وتشجيع كذلك نظام صناديق المعاشات.

في أوروبا الشرقية، قامت هذه الدول مع بداية اتجاهها إلى تطبيق اقتصاد السوق ببعض الإصلاحات الاقتصادية الهيكلية، تضمنت إصلاحات في أسواق المال بها ومن أكثر هذه الأسواق نشاطا سوق المال في كل من المجر وبولندا.

أما بالنسبة للدول الإفريقية، فقد ظهرت في السنوات الأخيرة بعض الأسواق المالية التي تزداد حيوية مع تسارع وتيرة الإصلاحات الاقتصادية في هذه الدول، ومن أهمها السوق المالي في جنوب إفريقيا ثم السوق المالي في كل من تونس والمغرب و زيمبابوي .

إضافة إلى ما سبق، نشطت في السنوات الأخيرة في بعض دول مجلس التعاون الخليجي أسواق مالية مستفيدة من الفائض المالي المرتفع في هذه الدول من العوائد النفطية، ومن أهم هذه الأسواق سوق عمان للأوراق المالية وسوق الكويت المالي.(153)

تصنف وكالة ستاندر أند بور Standard & Poor البلدان الناشئة في سنة 2008 إلى 34 بلد كمايلي:

---

(152)FMOQ,Marchés émergents : y être ou ne pas y être,telle est la question,societé de gerance des fonds FMOQ,INC ;Avril2006

(153)محمد محمود ولد خاطري،الأسواق المالية الناشئة مع دراسة تطبيقية على تونس و مصر، رسالة ماجستير في الاقتصاد المالي،جامعة الدول العربية،قسم البحوث و الدراسات العربية،2003-2004 ص33

الجدول رقم (2): قائمة البلدان الناشئة حسب S &P

أمريكا اللاتينية	الشرق الأوسط	أوروبا	آسيا	أفريقيا
الأرجنتين	البحرين	**الجمهورية**	**الصين**	نيجريا
البرازيل	**الأردن**	**التشيكية**	**الهند**	**مصر**
الشيلي	العربية السعودية	**المجر**	**اندنوسيا**	**المغرب**
كولومبيا	**إسرائيل**	**بولونيا**	**كوريا الجنوبية**	**أفريقيا الجنوبية**
المكسيك	عمان	**روسيا**	**ماليزيا**	زيمبابوي
البيرو	إيران	**تركيا**	**الباكستان**	
فينيزويلا		سلوفينيا	**الفيليبين**	
			سريلانكا	
			تايوان	
			تايلاندا	

Source : Emerging Markets database, Standard and Poor 2008

لا يأخذ في حين مورغان ستانلي« MSCI » [154]إلا 27 سوقا في أفريل 2007 وهي البلدان المكتوبة بالخط الغليظ في الجدول أعلاه.

الفرع الثاني : معايير درجة تقدم و نضج السوق : تتباين الأسواق المالية العالمية من حيث الشركات المسجلة، القيمة السوقية وقيمة الأسهم المتداولة، وتشير هذه الفرو قات بالإضافة إلى الفروقات في البنية الاقتصادية كالقدرة على الوصول إلى السوق من جانب المستثمرين الأجانب، الوضع المؤسساتي والإشرافي والإطار التشريعي والتنظيمي بالإضافة إلى تدفق المعلومات، إلى تطور عمليات هذا السوق .

على الرغم من الاختلاف بين الأسواق المالية الناشئة بعضها عن بعض، حيث أن كل سوق له سماته الخاصة وفقا للدولة التي ينتمي إليها، نظام الصرف المطبق، إجراءات الإصلاحات الاقتصادية المتبناة والمرحلة التي وصلت إليها هذه الإجراءات،عجز الميزانية العامة ومعدل التضخم السائد بها، إلا أنه من الممكن استخلاص عددا من السمات والخصائص العامة التي تشترك فيها جميع الأسواق المالية، والتي نبينها من خلال النقاط التالية :

[154] Indice boursier mesurant la performance des marchés boursiers de pays à économie émergente

1 ــ حجم السوق: يقاس حجم السوق بمقياسين: مؤشر رسملة البورصة ومؤشر عدد الشركات المسجلة في السوق.[155]

أ– رسملة السوق: هي القيمة الناتجة من قيمة الأسهم المسجلة في السوق مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، والافتراض القائم وراء القيمة السوقية، هو أن القيمة السوقية ترتبط ارتباطا طرديا مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنوع المخاطر .

ب ــ عدد الشركات : حيث يعتبر عدد الشركات المسجلة مقياسا إضافيا لحجم السوق ، فزيادة عدد الشركات بمقدار 132% في الفترة 1980-1995 يعني أن هذه الأسواق قد تطورت بسرعة .

2 ــ السيولة: يستخدم الباحثون تعبير السيولة للإشارة إلى القدرة على إجراء عمليات الشراء والبيع للأوراق المالية. وتستخدم المقاييس التالية للتعبير عن سيولة السوق :

أ– نسبة إجمالي القيمة المتداولة إلى الناتج الإجمالي : التي تساوي مجموع الأسهم المتداولة في السوق مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، ومجموع قيمة التداول تقيس التداول المنظم للأسهم باعتباره نسبة من الناتج القومي، وبالتالي فإنه يكون انعكاسا ايجابيا للسيولة في الاقتصاد بوجه عام .

ب ــ معدل الدوران: يتمثل في قيمة إجمالي الأسهم المتداولة مقسوما على القيمة السوقية.

يكمل معدل الدوران القيمة السوقية لتوضيح درجة نشاط السوق، فمن الممكن أن يكون هناك سوقا صغيرة ولكن نشطة، إذا كانت رسملتها السوقية صغيرة ولكن معدل الدوران فيها مرتفع، وتتميز الأسواق الناشئة باختلاف معدلات الدوران وبالتالي باختلاف درجة السيولة (النشاط).

3 ــ درجة التركيز: يعرّف التركيز بأنه "انخفاض عدد الشركات التي تتداول نسبة كبيرة من أوراقها المالية في السوق ".

تقاس درجة التركيز بحساب حصة أكبر عشر شركات في القيمة السوقية أو في قيمة التداول ويلاحظ وجود درجة كبيرة من التركيز في القيمة السوقية مقاسا بنصيب أكبر عشر شركات في إجمالي رأس المال في الأسواق الناشئة، فإذا استحوذت الأوراق المالية لأكبر عشر شركات في السوق على 90%من التعاملات و تمت الـــ 10% على الأوراق المالية لباقي الشركات ، فإن ذلك يعني ارتفاع درجة التركز في هذا السوق، وكلما قلّت نسبة استحواذ أكبر عشر شركات على التعامل على أوراقها المالية في السوق، فإن ذلك يعني انخفاض درجة تركيزه.

يلاحظ وجود درجة كبيرة من التركز في رأس المال السوقي في الأسواق الناشئة، فما زالت توجد بهذه الأسواق كثير من الشركات العائلية أو الحكومية المغلقة، فقد بلغ نصيب أكبر عشر شركات في قيمة التداول بالنسبة إلى الأسواق الناشئة 42% في حين تبلغ في المتوسط 12% بالنسبة إلى

---

(155)محمد عبد المطلب عبد المطلب بدوي، محددات تدفق الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق رأس المال الناشئة و آثارها على المتغيرات الاقتصادية:دراسة تطبيقية مقارنة على كل من مصر،إسرائيل،تركيا، رسالة دكتوراه، جامعة عين شمس:كلية التجارة،2002،ص43

الأسواق المتقدمة سنة 1995، أما في سنة 2001 فقد انخفضت هذه النسبة إلى 34% في الأسواق الناشئة، هذا ما يعكس التحسن الكبير في أداء هذه الأسواق على الأقل من ناحية تراجع نسبة التركز فيها.

يمكن القول عموما أن الأسواق الناشئة تتسم بارتفاع درجة التركز بها مقارنة مع الأسواق المتقدمة، ويوضّح الجدول الموالي درجة التركز في عدد من الأسواق الناشئة والمتقدمة لسنة 1999 باستخدام مؤشر "نسبة رأس المال السوقي المملوكة لأكبر عشر شركات مدرجة بالبورصة من إجمالي رأس المال السوقي بالبورصة ".

الجدول رقم(3): نسبة رأس المال السوقي لأكبر عشر شركات في بعض الأسواق الناشئة والمتقدمة لسنة 2009

المجموعة	الدولة	النسبة%
أسواق ناشئة	الأرجنتين	72.5
	شيلي	75.5
	كولومبيا	78.4
	الأردن	49.4
أسواق متقدمة	الولايات المتحدة	14.9
	اليابان	16.9
	المملكة المتحدة	24.2

المصدر :من إعداد الباحثة، من خلال تقارير الأسواق المالية لهذه البلدان

يتضح أن هذه النسبة تتراوح بين 78.5 % في كل من الشيلي وكولومبيا و 39.2% في اندونيسيا أما بالنسبة للدول المتقدمة تكون هذه النسبة منخفضة حيث بلغت في نفس السنة بين 24.2 % في المملكة المتحدة و 14.9 % في الولايات المتحدة، أي أنها منخفضة في الدول المتقدمة الواردة في الجدول وهذا يعكس أن الأسواق الناشئة أكثر تركيزا من أسواق الدول المتقدمة.

إن ارتفاع درجة التركز في الأسواق الناشئة، يعني زيادة المخاطر المصاحبة للاستثمار بها، وبالتالي يفسّر ارتفاع عوائدها، كما أن ارتفاع درجة التركز بها تؤكد أنها مازالت في مراحل النمو و لم تصل لمرحلة النضج و الاستقرار بعد.

لهذا التركيز أثاره السلبية، ومنها ارتفاع حساسية وتقلبات السوق، أي أن حدوث ارتفاع أو انخفاض غير عادي في سهم أو سهمين في البورصة، ينتج عنه ارتفاع أو انخفاض في المؤشر العام

لسوق المال، هذا على عكس السوق الذي يتميز بعدم التركز، حيث أن ارتفاع أو انخفاض أحد الأسهم في هذا السوق، لا يؤثر بدرجة محسوسة على مؤشر السوق أو على التداول بباقي الأسهم.

يلاحظ أن هذه السمة لا تعني عدم وجود درجة عالية من التركيز في بعض الأسواق المتقدمة، إلا أن هذا يحدث في عدد محدود من الأسواق المتقدمة (فمثلا بلغت هذه النسبة في ألمانيا 40.4%)، قد يرجع السبب في ذلك إلى وجود مؤسسات ضخمة في تلك الأسواق تستحوذ على نسبة كبيرة من رأس المال السوقي بها، كما يلاحظ خروج بعض الأسواق الناشئة من مرحلة التركز العالي في سوقها، ويتحقق ذلك مع زيادة عدد الشركات المقيدة وتنوع المستثمرين، فعلى سبيل المثال بلغت هذه النسبة 30.9 % في ماليزيا.

المطلب الثاني: الخصائص التي توضح منافع ومخاطر الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة

تتيح الأسواق المالية الناشئة للمستثمرين إمكانية تحقيق عوائد أعلى وتنوع أكبر، بدرجة أكثر مما يتاح لهم في الأسواق المتطورة غير أن هذه المنافع مرتبطة بمخاطر وتكاليف .

الفرع الأول: المنافع و العوائد: تتمثل هذه المنافع والعوائد فيما يلي :

1 – الاستفادة من النمو الاقتصادي: يسعى المستثمرون في الأسواق الناشئة إلى تحقيق عوائد أعلى، عن طريق الاستفادة من معدلات النمو التي حققتها الاقتصاديات الأقل نضجا، فمع زيادة الدول الناشئة وتسارُع النشاط الاقتصادي والتحسن في مستويات المعيشة، يزيد الطلب الاستهلاكي المحلي وفرص العمل بمعدلات غير مسبوقة ويتحسن الأداء في أسواق الأسهم .

حققت الاقتصاديات الآسيوية معدلات نمو زادت عن نظيراتها المتقدمة، إلا أن هذه المعدلات المرتفعة للنمو ليست متناسقة في جميع الأسواق الناشئة، حيث يشير تقرير صندوق النقد الدولي إلى أن العائد المتوقع للاستثمار في أسهم الأسواق الناشئة مقاسا بنسبة السعر إلى العائد، قد يتعدى مثيله في الأسواق المتقدمة نظرا للنمو الاقتصادي الذي تشهده بعض البلدان .

الجدول رقم (4): تطور معدل النمو العالمي (2003-2011) (%)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
العالم	2.7	4.1	3.6	4.1	4.0	1.7	2.1-	3.9	3.1
بلدان متقدمة	1.9	3.0	2.5	2.8	2.6	0.3	3.6-	2.5	1.8
بلدان ناشئة	5.4	7.5	6.9	7.6	8.0	5.4	2.5	7.4	6.3

Source : OCDE : base de données statistiques

تظهر المعلومات من خلال الجدول أعلاه، أن متوسط معدل النمو السنوي للفترة 2003–2011 يقدر بنسبة 1.5% بالنسبة للبلدان المتقدمة، في حين يقدر في البلدان الناشئة بـــ 6.33% لنفس الفترة. (156)

2– التطور السريع: حققت العديد من البورصات الناشئة معدلات نمو مرتفعة، وقد سجّل هذا التحسن في إندونيسيا، تركيا، البرتغال، اليابان، فنـــزويلا، اليونان،الأرجنتين، ماليزيا، هذا راجع في غالب الأحيان إلى الدخول المكثّف للشركات المخصص إلى هذه البورصات.

لقد سجّلت الأسواق الناشئة في فترة وجيزة نموا كبيرا في عدد الشركات المدرجة بها، وكذا حجم الأوراق المالية المتداولة فيها، باعتبارها أسواقا تزامنت في إنشائها مع دخول تلك البلدان في تطبيق برامج خوصصة واسعة، كان هدفها الأساسي تخليص الدولة مما تمتلكه من مؤسسات القطاع العام لصالح شركات مساهمة تتداول أوراقها المالية في البورصة.

في هذا الإطار يمكن ذكر بورصة عمان للأوراق المالية، التي شهدت قيد 109 شركة في فترة لا تزيد عن أربع سنوات من إنشائها (1979–1983). (157)

3 – تنوع المحفظة المالية: يحتل التنوع أهمية خاصة بالنسبة للمستثمرين، وقد أوضح عدد من الباحثين أنه بينما تضاءلت منافع التنوع في الأوراق المالية في الدول المتقدمة إلى حد ما، نتيجة لزيادة التكامل والاعتماد المتبادل بين هذه الأسواق، فإن التنوع في أوراق الأسواق الناشئة لازالت أمامه الفرصة لتحقيق أداءً أفضل، فالميزة الرئيسية للاستثمار في هذه الأسواق، هي درجة الارتباط الضعيف بينها وبين الأسواق المتطورة، يضاف إلى ذلك المكاسب المحتملة من التعامل مع أسواق ناشئة مختلفة، فحتى السوق الناشئ الواحد يميل إلى أن تكون حركته مستقلة عن حركة الأسواق الناشئة الأخرى، بذلك تتوفر ميزة كبيرة لتنويع المحفظة المالية بأكثر من استثمار في أكثر من سوق ناشئ . (158)

تجذب معدلات نمو الأسواق الناشئة، سواء المحققة في السنوات الأخيرة أو تلك المخطط لتحقيقها مستثمرين كثرا بالمقارنة مع الأسواق المتطورة، ومنذ بدايات عام 2009 تجاوز أداء مؤشر FTSE ، الذي يشمل جميع أسهم الشركات المساهمة في الأسواق الناشئة، أداء مؤشرات الولايات المتحدة والمملكة المتحدة والعالم بأسره، بنسبة تفوق 75% ، أما خلال أزمة عام 2008 فقد انخفض هذا المؤشر بنسبة تعادل أكثر من

---

(156) Voir :
Steve Coulom, « Le nouvel équilibre mondiale et les pays émergents ? », TECHNIP, Paris(2012), p17.

(157) حسان خبابة، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية،مجلة العلوم الإنسانية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، العدد 05، فيفري 2004،ص4

(158) Akram Alhorani, « International Changes and Their Impact on the Rising Financial Markets » Tishreen University Journal for Studies and Scientific Research- Economic and Legal Science Series Vol. (27) No (4) 2005.

ضعفي نسبة انخفاض المؤشرات الأخرى، وهو ما ألقى ضوءاً على المخاطر المرتبطة بتلك الأسواق. أما مزايا النمو على الأمد الطويل فتبدو أقل جاذبية، باعتبارها تنطوي على سلسلة من العجز عن سداد الديون السيادية.

أصبحت الأسواق الناشئة أقل ارتباطاً بأسواق الدول المتقدمة أو حتى أنها انفصلت عنها، والحقيقة هي أن ما يقود النمو في الأمم الناشئة ــ التي تمتلك الكثير منها موارد طبيعية مهمة ــ إنما هو الطلب المحلي والصادرات، ويساعدها في ذلك أسعار السلع الأساسية المرتفعة (مثل النفط والمعادن)، وما الصين التي أصبحت مؤخرا أكبر مصدّرٍ في العالم إلا خير مثال نمطي عن ذلك.

الفرع الثاني: مخاطر الاستثمار في الأسواق الناشئة: على الرغم من الدور الذي تؤديه أسواق الأوراق الناشئة في عملية التنمية الاقتصادية، إلا أنها تحمل معها قدرا من المخاطر والمشاكل التي قد تؤثر على اقتصاديات الدول النامية، حيث أن طبيعة الاستثمار في هذه الأسواق يرتفع فيه مخاطر التدفق العكسي في الأجل القصير، مقارنة بالأشكال أخرى من تدفقات رأس المال، مثل الاستثمار الأجنبي المباشر والاقتراض من المؤسسات الدولية والبنوك الأجنبية.[159]

يقوم الاستثمار في الأسواق المالية على مبدأ المقابلة بين المخاطر والعائد، فكلما زادت المخاطر كلما زاد مقدار العائد المطلوب، وتتسم الاستثمارات في أسواق رأس المال الناشئة بأن جزءا كبيرا منها يعتبر أموالا ساخنة، أي أنها شديدة الحساسية للتقلبات في سعر الفائدة وسعر الصرف، بالتالي فمن الممكن ارتداد الأموال المستثمرة فيها فجأة. نورد أبرز المخاطر في الأسواق المالية الناشئة فيما يلي:

1– تقلبات الأسعار: يسجّل تذبذب كبير في الأسواق الناشئة مقارنة بالأسواق المتقدمة، وتقاس درجة التذبذب بواسطة معدل عائد الأسعار(PER) وهو حاصل قسمة سعر السهم على الانحراف المعياري لعوائد السوق المعينة، وأيضا بمعدل عائده، وهذا المعدل مرتفع جدا في الأسواق الناشئة.

نقصد بها الانحراف الذي يحدث خلال اثني عشرة شهرا عن التقديرات المبنية من عوائد السوق، وعلى الرغم من أن ارتفاع نسبة التقلبات لا يعد بالضرورة مؤشرا على مدى تقدم ونضج السوق، إلا أن معظم الباحثين يشيرون إلى انخفاض درجة التقلبات كمؤشر على درجة أعلى من نضج وتقدم السوق، وتعتبر الأسواق الناشئة أكثر تقلبا بوجه عام من معظم الأسواق المتقدمة، ويمكن ملاحظة ذلك من خلال ما تشهده الأسواق العربية من حركات تصحيحية تسعيرية كنتيجة للانخفاضات والارتفاعات في أسعار الأسهم .

[159] أنظر: وسام الملاك، البورصات و الأسواق العالمية، الجزء الثاني، دار المنهل اللبناني،2003

2- إعادة رأس المال إلى بلده الأصلي: مازالت بعض الأسواق المالية رغم انفتاحها أمام الاستثمارات الأجنبية، تضع قيودا شديدة على دخول وخروج رأس المال الأجنبي، أو تفرض قيودا على حركة النقد الأجنبي، وعلى الرغم من أن القيود على الاستثمار الأجنبي فد تناقصت في كثير من الأسواق، مازال عدد كبير من الدول يحتفظ ببعض الضوابط، والتي تتراوح بين تحديد النسبة التي يمكن أن يحوزها المستثمر الأجنبي في شركة ما، إلى فرض ضرائب مرتفعة تحد من إمكانية إعادة تحويل الأموال إلى البلد الأصلي، لا سيما في الاستثمارات قصيرة الأجل مثل رسم توبين، التي تمثل اقتطاعا ماليا بنسبة تتراوح بين 0.05 % و 1% من عمليات الصرف.

تجعل بعض الدول من السهل نسبيا دخول الأموال إليها، بينما من الصعب إعادة أرباح الاستثمار إلى بلد المستثمر، فيكون إخراج رأس المال أحيانا خاضعا للموافقة الحكومية، ولتوفير العملات الأجنبية، أو لإجراءات تسجيل مطولة، وفي بعض الحالات لا يجوز خروج رأس المال إلا بعد مضي فترة معينة من الاستثمار الابتدائي.

عملت هذه الأسواق الناشئة بوجه عام والأسواق العربية بوجه خاص، على خفض الحواجز المفروضة على الاستثمار المالي ، وذلك من خلال زيادة نسبة امتلاك المستثمر الأجنبي للشركات المدرجة في السوق، باعتبار أن ذلك وسيلة لجذب المستثمرين وتحرير الأسواق.[160]

3- المعلومات والتكاليف الإدارية: تعد تكاليف الاستثمار مرتفعة نسبيا في الأسواق الناشئة، ويعد ذلك انعكاسا للتكاليف العالية للحصول على المعلومات، وتداول الأوراق المالية في الدول النامية إلى جانب ارتفاع عمولات السماسرة والضريبة، التي تفرضها بعض الدول كنسبة من إجمالي قيمة التعاملات بالإضافة إلى عدم تطبيق المعايير المحاسبية والقواعد التنظيمية، يمكن أن تحدث ما يسميه بعض المستثمرين بالمخاطر الإدارية.

تجدر الإشارة هنا إلى أن الأسواق العربية، ومن منطلق إدراك أهمية السوق المالي في جذب الاستثمارات وتحقيق النمو الاقتصادي، عملت على تطبيق المعايير الدولية في الإفصاح والشفافية، ونشر البيانات والمعلومات عن كافة الشركات المدرجة في السوق، بحيث يستطيع المستثمر الحصول على المعلومات بيسر وسهولة، كما تم إلغاء جزءا كبيرا من الضرائب والرسوم على عمليات التداول والأرباح الرأسمالية.

---

[160] أنظر:

Gaulard, « L’economie du bresil », Paris : Breal,2011, P127

نقصد بالخطر المعلوماتي، الصعوبات التي يتعرض لها المستثمرون كنقص شفافية المعلومات، حماية غير كافية لحقوق المساهمين والمستثمرين، مع غياب التغطية أثناء عمليات التسوية (التسليم وحفظ الأصول المالية)، قليلة هي الدول التي تطبق التعليمات المتعلقة بحفظ الأصول كترقية المؤتمن المركزي، احترام التعليمات المسهلة لعمليات حفظ الأصول، وتحديدا فتواريخ تسديد القيمة في بلدان أمريكا الجنوبية تتراوح بين 2 و 5 أيام، بينما نجده تصل في البلدان الآسيوية إلى الشهر.

4– مخاطر السيولة: تعتبر السيولة في الأسواق الناشئة أقل منها في الأسواق المتقدمة، من هنا قد يعني انخفاض السيولة في الأسواق الناشئة، عدم تمكن المستثمرين من البيع والشراء بسعر عادل حينما يريدون.

قد يضطر عند ذلك المستثمر إلى دفع علاوة كبيرة حتى يتمكن من شراء الأسهم، وهذا النوع من المخاطر قد لا يكون واضحا في الأسواق المالية العربية، خصوصا الخليجية منها، في ظل ارتفاع أسعار النفط عالميا، وما ترتب عن ذلك من تحقيق وفورات مالية كبيرة اتجه معظمها للاستثمار في الأدوات الملية في السوق المالي، ويلاحظ ذلك من خلال ما شهدته بعض مؤشرات الأسواق الخليجية.

5– مخاطر العملات: يتضمن الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة أصولا مقوّمة بعملة أجنبية، وهي بالتالي معرضة لمخاطر العملة، أي احتمال أن تنخفض قيمة العملة التي قيّم الاستثمار بها، مما يؤدي إلى عوائد أقل عند قياسها بالعملة الأساسية للمستثمر، ويمكن أن تلعب العملة اتجاها معاكسا في حال ارتفاع العملة الأجنبية في مقابل العملة الأساسية، وبالتالي خلق عائد غير متوقع، وعادة ما ترتفع مخاطر تقلبات العملة في كثير من الأسواق الناشئة بسبب عدم الاستقرار الاقتصادي، وخصوصا وجود معدلات مرتفعة من التضخم، مما يؤدي إلى خفض في قيمة العملة.

6– قلة الكفاءة في التنظيم وضعف المنظومة القانونية: تشهد الأسواق المالية الناشئة في معظمها سوء تنظيم وعدم الكفاءة في الإدارة، كونها أسواقا وجدت نتيجة لظروف اقتصادية ميزت البلدان التي تنتمي إليها، ولم يتوخَ في إنشائها تحضير القوانين والتشريعات المنظمة للعمل فيها، بمعنى أن سلطات تلك الدول لم تولِ أهمية لائقة للجوانب التنظيمية التي توجّه عملها بما يحسّن كفاءتها. تتعلق الجوانب التنظيمية بالشروط الخاصة بقيد الشركات في هذه الأسواق، تكلفة الحصول على المعلومات ونشرها عن تلك الشركات، وفي الكيفيات التي تتم بها المعاملات في الأسواق، من حيث فرض شروط تأديبية على جميع أعضائها والوسطاء فيها.[161]

---

[161] حسان خبابة، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية،مجلة العلوم الإنسانية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، العدد 05، فيفري 2004،ص4

إذ تحتاج الأسواق الناشئة إلى إطارات مسيّرة كفؤة من أجل السير الحسن للعمليات المالية، بالإضافة إلى جهاز معلوماتي شفاف فيما يتعلق بالشركات المسجّلة، كما ينبغي وجود قوانين لحماية المدخرين أو مستثمرين، خاصة فيما يتعلق بعمليات تحويل رؤوس الأموال وإعادتها إلى الوطن أو تحويل الإرباح.

7- المخاطر السياسية: تنشأ المخاطر السياسية من خلال الشعور بعدم الاستقرار السياسي، الذي قد ينتج إثر حدوث ثورة أو انقلاب عسكري أو تغيير في الحكومة، ففي كثير من الأسواق المالية الناشئة تمارس الحكومات دورا مؤثرا في حركة الاقتصاد بوجه عام، وفي الأسواق المالية بشكل خاص، مما ينتج عنه احتمال اتخاذ الحكومة لإجراءات معاكسة تؤثر على الأداء، وبتنويع الاستثمار عن طريق حيازة محفظة مكونة من أوراق في مختلف البلدان، يمكن التقليل من المخاطر السياسية.

تعتبر الأسواق الناشئة بطبيعتها الذاتية أكثر عرضة للأحداث غير المتوقعة من أسواق الدول المتقدمة. فتوقع هذه العوامل في المناطق التي تحظى بأنظمة قانونية وسياسية مستقرة وراسخة أسهل، والمديرون في هذه المناطق هم أكثر قدرة على توجيه مؤسساتهم وفقاً لمبادئ الاقتصاد الحر.

هذه المبادئ غريبة وغير مألوفة بالنسبة للعديد من الأنظمة التي تشهد فترة تحول، ويمكن أن يؤدي الفساد والتدخل السياسي أو القانوني في الأنظمة غير الديمقراطية، إلى تشتيت الحوافز الاقتصادية، بحيث يمكن أن تصبح الدوافع الحقيقية لمالكي المؤسسات أو مديريها دوافع غير اقتصادية، كما يمكن أن تحدث هذه الأنظمة تغييرات مفاجئة تمنع المستثمرين من إخراج أموالهم من البلد.[162]

المطلب الثالث: مراحل تكوين الأسواق المالية الناشئة

على الرغم من الطبيعة الخاصة لكل سوق من الأسواق المالية الناشئة، إلا أنه من الممكن تصور وصفا عاما تمر به مراحل نمو جميع الأسواق المالية الناشئة تقريبا، وقد تختلف فترة كل مرحلة من تلك المراحل وفقا لوضع الدولة الاقتصادي، والإطار العام لعملية نمو هذه الأسواق بها.

يمكن الحديث هنا عن أربع مراحل أساسية تمر بها هذه الأسواق خلال عملية النمو[163]

ـــ المرحلة الأولى: الظهور[164] : تبدأ مع بداية استخدام السوق المالي كأسلوب تمويل وتدعيم للنمو الاقتصادي للبلد، وعموما يرتبط ظهور مثل هذه الأسواق بدرجة الاستقرار الاقتصادي والسياسي

---

(162)- david Bolduc et Antoine Ayoub « La mondialisation et ses effets », Green Université Laval, Quebec(2000),p85-89

(163)محمد محمود ولد خاطري،الأسواق المالية الناشئة مع دراسة تطبيقية على تونس و مصر، رسالة ماجستير في الاقتصاد المالي،جامعة الدول العربية،قسم البحوث و الدراسات العربية،2003-2004 ص31

(164)عمر صقر، العولمة و قضايا اقتصادية معاصرة،الإسكندرية،الدار الجامعية،2003

للبلد، وتطبيق سياسات التنمية المخططة، تبدأ في كسب ثقة المستثمرين المحليين، وتصبح أكثر قبولا كبديل استثماري للودائع المصرفية التقليدية، حيث يميل المستثمرون المحليون إلي التوجه نحو هذا النوع من الاستثمار بدلا من الودائع البنكية التقليدية وسندات الخزينة قصيرة الأجل، وخلال هذه المرحلة تميل أسعار الأوراق المالية إلى الارتفاع بسبب الحجم الصغير الذي تتمتع به هذه الأسواق، كما أنه تقدم فرص استثمار محدودة. تتمتع هذه الأسواق أيضا بنمو معتبر في الحجم وفي درجة التطور ، الشيء الذي يميّزها عن الأسواق البدائية التي لم تظهر عليها أية علامات تطور.

تتألف هذه المجموعة من الدول التي مازالت أسواقها في المراحل الأولى من التطور، والتي لا يسجّل فيها إلا عددا قليلا من الشركات، ويكون حجم التعامل فيها محدودا، ودرجة التركز مرتفعة، والسيولة منخفضة والتقلبات عديدة، والإطار المؤسسي بها ضعيف نسبيا.

من أمثلة الأسواق التي تمر بهذه المرحلة نذكر ساحل العاج وكينيا و زيمبابوي في إفريقيا وبولندا في أوروبا الشرقية .

ـــ **المرحلة الثانية: النمو**: يكون السوق المالي خلال هذه المرحلة أكثر نشاطا، فهي المرحلة التي تزداد فيها القدرة الائتمانية لهذه الأسواق، وتزداد كذلك درجة السيولة، وترتفع العوائد لنفس درجة المخاطر

وهنا يبدأ المستثمر الأجنبي في إدراك فوائد التنويع من خلال شراء أوراق مالية على مستوى هذه الأسواق. تؤدي الضغوطات من الخارج من أجل الحصول على تسهيلات للدخول، ومن الداخل لتخفيض تكلفة رأس المال، إلى تحرير النظام المالي بصفة عامة، وإلى تطوير السوق المالي فيما يتعلق بالقوانين المتعلقة بالاستثمارات خاصة الأجنبية منها، وأنظمة المقاصة والتسوية بهدف جذب المستثمرين وزيادة حجم الأوراق المالية المتداولة على مستوى السوق، لكن هناك عاملان لا يخدمان مصلحة المستثمر بشكل كبير هما: الحجم الصغير للسوق، وبقاء بعض القيود التنظيمية.

دخلت كل من البرازيل والصين، الهند، مصر والباكستان، كولومبيا ،البيرو والفلبين ضمن هذه المرحلة.

ـــ **المرحلة الثالثة: الاستقرار**: هي مرحلة التوسع, حيث تزداد العوائد التي يقدمها السوق وكذلك درجة تذبذبها وهنا يتجه المستثمرون للاستثمار في الإصدارات الجديدة من أسهم وسندات، ويزداد حجم هذه الإصدارات بصورة كبيرة وينتج عنها زيادة أيضا في : حجم التعامل بدرجة كبيرة ، دور السوق في عملية الوساطة المالية، الحاجة لآليات نقل المخاطر متمثلة في أدوات التغطية مثل المشتقات المالية (الخيارات والمستقبليات)، ومن أمثلة الدول التي تمر بهذه المرحلة كلا من الأرجنتين وماليزيا والمكسيك البرازيل، إندونيسيا، فنـــزويلا.

ـــ **المرحلة الرابعة: النضج**: تعبّر عن نضج السوق واستقرار نموه, حيث تكون علاوات المخاطر تنافسية على المستوى الدولي، فتنخفض فيه العوائد إلى نفس درجة المخاطر، لتقترب من المستويات العالمية ويقترب السوق في هذه المرحلة من الأسواق المالية المتقدمة المكتملة النضج. في هذه المرحلة أيضا، يلاحظ احترام السوق للمعايير الدولية المعترف بها، وتطور إستراتجيات التسويق والاتصال، مما يجعل السوق أكثر جاذبية بالنسبة للمستثمرين الدوليين، ومن ناحية أخرى فإنه يتميز بحجم كبير يجعله قابلا للمقارنة بالأسواق المتقدمة، وقد لا يعتبر السوق ناشئا في هذه المرحلة.

من أمثلة الدول التي دخلت في هذه المرحلة كوريا الجنوبية، تايوان وسنغافورة. ووصلت سوق الأوراق المالية في كثير من هذه الاقتصاديات إلى مرحلة تؤدي فيها مهمة البارومتر للظروف الاقتصادية المحلية، وتكون انعكاسا لدرجة الثقة التي يمنحها المستثمرون العالميون للبلد .(165)

عموما يمكن القول إن مرور الأسواق عبر هذه المراحل، يلغي قليلا ذلك التقسيم التقليدي للعالم بين بلدان متقدمة وبلدان متخلفة، وعلى الرغم من بقاء بعض المعالم المميزة لكل منها، لكن المؤكد في كل الأحوال، أن بروز هذه الأقطاب الكثيرة عبر العالم قد غيّر من رسم خريطة التدفقات المالية الدولية ومن المتوقع خلال السنوات القليلة القادمة أن تتحول بعض الأسواق المالية الناشئة إلى أسواق عالمية، إذ ستتزايد قيمة التداول مع ارتفاع القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة، حيث تشير التقارير المالية إلى أن القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالأسواق المالية الناشئة قد تزايدت إجمالا من 83.2 مليار دولار أمريكي لسنة 1983 إلى 1.7 تريلون دولار أمريكي عند نهاية 2002 ، لترتفع سنة 2010 إلى 14 تريليون دولار.(166)

هذا يعني أن هناك اتجاهات تشير إلى نشاط متزايد في الأسواق المالية الناشئة .

المبحث الثاني: محددات نمو أسواق الأوراق المالية الناشئة

لقد أدى التفاعل بين عدة عناصر في أواسط الثمانينات من القرن العشرين، إلى خلق الظروف أو البيئة المناسبة لقيام أسواق مالية في بلدان نامية، تتقدم بمعدلات متفاوتة وتحاول تحقيق اندماج في السوق المالي العالمي، ونعتبر أهم المحددات التي ساعدت علي بروز الأسواق المالية الناشئة ونموها

---

(165) أنظر:

-.J.B.Azour, « Avenir des pays émergents : quelle attitude face aux entrées massives des capitaux ? » revue d’économie financière n°41 juin 1997.

- محمد عبد المطلب عبد المطلب بدوي، محددات تدفق الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق رأس المال الناشئة و آثارها على المتغيرات الاقتصادية:دراسة تطبيقية مقارنة على كل من مصر،إسرائيل،تركيا، رسالة دكتوراه ، جامعة عين شمس:كلية التجارة،2002،ص42

(166) IMF, World Economic Outlook, October 2010.

واجتذابها لهذا الحجم الضخم من الاستثمارات الأجنبية، قد نجمت في الأساس عن نوعين من العوامل: خارجية وداخلية، نحللها من خلال مطالب هذا المبحث.

المطلب الأول: العوامل الخارجية (عوامل الدفع)

هي تلك العوامل التي حدثت خارج الدول النامية، وأدت إلى نمو هذه الأسواق واجتذابها لتدفقات رؤوس الأموال، مثل انخفاض أسعار الفائدة وزيادة السيولة على المستوى العالمي.

الفرع الأول: الطلب الدولي على رؤوس الأموال: أدت أزمة المديونية في بداية الثمانينات، إلى التقليل من اللجوء إلى القروض المصرفية لتمويل هذه الاقتصاديات المدينة، ومن ثم كان لابد من إيجاد مصادر تمويل مباشرة دون اللجوء إلى الوساطة، وقد تم في بداية عمليات التخفيض من المديونية والتي وضعت في إطار (مخطط برادي) في مارس 1989، الذي جاء بفكرة توريق ديون البلدان النامية، حيث ساهمت هذه العمليات في إمكانية الاستجابة في الأسواق الدولية لرؤوس الأموال بعشرات المليارات من الدولارات من سندات (برادي) المصدرة في بلدان أمريكا اللاتينية بشكل خاص. كما قدّمت البنوك الامتيازات بكثافة لاختيارات تحويل مستحقاتها على البلدان النامية إلى سندات مقابل تخفيض المبلغ الرئيسي أو الفائدة، وضمن هذه الشروط قادت عمليات توريق الديون مع التطور الكبير للأسواق الناشئة إلى تحول جزء من قروض هذه البلدان إلى محافظ المستثمرين الدوليين.

الفرع الثاني: تسهيل الدول المتقدمة وصول مصدري الأوراق المالية من الدول النامية لأسواقها: قامت العديد من الدول المتقدمة، باتخاذ بعض الإجراءات والتدابير التي من شأنها تخفيض تكلفة المعاملات في أسواق الأوراق المالية بها، وسهولة وصول المصدرين (مصدري الأوراق المالية) من الدول النامية إلى الدول المتقدمة وأسواقها المالية.[(167)]

من أمثلة ذلك، قانون الولايات المتحدة الذي يتيح لمصدري الأوراق المالية الأجانب سبل أسهل للوصول إلى أسواق الأوراق المالية الأمريكية، عن طريق تخفيض القيود على إعادة بيع الأوراق المالية المطروحة بشكل خاص، وعلى تبسيط الاتجار في أسهم رأس المال الأجنبي، ويكون ذلك من خلال إنهاء التأخيرات المكلفة في التسويات، وإنهاء صعوبات التسجيل، ومشاكل دفع أرباح الأسهم، ومن الأمثلة كذلك قيام ولاية نيويورك لشؤون شركات التأمين برفع الأسقف التي فرضت على الاستثمار

---

(167) Alain Piveteau et Eric Rougier « Emergence, l'économie de développement interpellée » http://regulation.revues.org/7734.html

الأجنبي وقد ساعد هذا على زيادة الاتجار عبر الحدود ومزيد من تدفق الأموال للأسواق الناشئة، وبالتالي مزيدا من نمو هذه الأسواق.(168)

الفرع الثالث: تباطؤ النشاط الاقتصادي في الدول الصناعية: حدث تباطؤ للنشاط الاقتصادي في الدول الصناعية المتقدمة، حيث انعكس ذلك على نمو الناتج المحلي الإجمالي بهذه الدول، فعلى سبيل المثال بلغ معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة الأمريكية 7.9% (1988)، 7.15 % (1989) وكنتيجة للتباطؤ في النشاط الاقتصادي انخفض هذا المعدل إلى 5.16 % (1990)، 3.6 % (1991)، ثم ارتفع بنسبة قليلة ليصل إلى 5.2 % (1992) ثم إلى 5.3 % (1993)، ووصل إلى 3.4 % (2000) ولنفس السنة قدّر الناتج المحلى الإجمالي في كندا بنسبة 3.2 % ، (-0.2%) في اليابان، 2.9 % في المملكة المتحدة 2.2 % في ألمانيا، 1.6 % في فرنسا.(169)

الفرع الرابع: انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق العالمية: لقد حدث انخفاض في أسعار الفائدة قصيرة الأجل في معظم الدول المتقدمة في بداية التسعينيات، نتيجة للتخفيضات الكبيرة في أسعار الخصم التي أجرتها السلطات النقدية في العديد من هذه الدول، وذلك بهدف تنشيط الاستثمار، ورفع معدل النمو أو المحافظة على بقائه عند مستوى مرتفع، دون التأثر بالاتجاهات الانكماشية الناتجة عن الأزمات المالية الدولية.[170]

لقد تبع انخفاض أسعار الفائدة قصيرة الأجل، انخفاض العوائد على الاستثمارات الأخرى، فعلى سبيل المثال انخفضت أسعار الخصم في الولايات المتحدة الأمريكية من 7% عام 1989 إلى 3% عام 1994، وتزايدت مرة أخرى حتى بلغت 4.5% عام 1999.بينما انخفضت معدلات لفائدة البنوك الفدرالية من 9.8% في أفريل 1989 إلى 2.9% في نوفمبر 1992.[171] وانخفض سعر الخصم في المملكة المتحدة من 13.88% عام 1989 حتى بلغ أدناه عام 1994 بنحو4.4% ، ثم تزايد مرة أخرى حتى بلغ 5.25% عام 1999، كما يوضحه الجدول التالي:

168- مسعود أحمد: الاستثمار بالحافظة و تدفقه إلى البلدان النامية، التمويل و التنمية، مجلد33، 1996،ص12

169 - محمد محمود ولد خاطري، الأسواق المالية الناشئة مع دراسة تطبيقية علة تونس و مصر، رسالة ماجستير في الاقتصاد المالي، جامعة الدول العربية، معهد البحوث و الدراسات العربية،2003-2004، ص56-57

170- أحمد بوراس،العولمة و الأسواق المالية في الدول النامية،مجلة العلوم الانسانية،عدد17,جوان2002،ص29

171 - خالد سعد زغلول،العولمة و الأسواق المالية الناشئة، مجلة الحقوق، العدد1،الكويت،2002،ص35

جدول رقم(5):تطور سعر الخصم في كل من الولايات المتحدة والمملكة المتحدة (1989-1999)

السنة / سعر الخصم	89	91	92	94	96	98	99
الولايات المتحدة	7	3.5	3.1	3	5	5	4.5
المملكة المتحدة	13.88	11.5	9.5	5.1	6.5	5.5	5.25

المصدر : من إعداد الباحثة استنادا على قاعدة بيانات البنك الدولي للفترة 89-99

لقد حفّز هذا الانخفاض في معدلات الفائدة، المستثمرين في الدول الصناعية المتقدمة على الاستثمار في أسواق الأوراق المالية الناشئة مرتفعة العائد[172] ، كمصادر استثمار بديلة للحصول على عوائد أعلى وقد مثّلت الأسواق الناشئة مصدر جذب لكثير من هذه الاستثمارات، نظرا لما تتمتع به من قدرة على تحقيق مكاسب مرتفعة.[173]

الفرع الخامس: زيادة التنويع الدولي لمحفظة الأوراق المالية: يترتب على زيادة التنويع الدولي لمحفظة الأوراق المالية تقليل، درجة المخاطر، وتظهر أهمية الاتجاه نحو زيادة التنويع الدولي لمحفظة الأوراق المالية خصوصا للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي، مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين، هذه المؤسسات تستوعب نصيبا متزايدا من الادخار العالمي.

ارتفع مجموع الاستثمارات الدولية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي في الولايات المتحدة الأمريكية واليابان وألمانيا وفرنسا والمملكة المتحدة من حوالي 4.8% من أصولهم عام 1980 إلى9.1% من أصولهم عام 1996، وقد بلغت استثمارات صناديق المعاشات وشركات التأمين للدول الصناعية في أسواق رأس المال الناشئة ما يعادل 4.1% من القيمة السوقية لكل أسواق رأس المال الناشئة. ويفضل المستثمرون ذوي الطابع المؤسسي لبريطانيا الأوراق المالية لدول الشرق الأقصى، في حين يفضل المستثمرون ذوو الطابع المؤسسي في اليابان الأوراق المالية لدول جنوب شرق آسيا[174]

---

[172] عمر صقر، العولمة و قضايا اقتصادية معاصرة،الإسكندرية:الدار الجامعية،2001، ص114

[173] محمد عبد المطلب عبد المطلب بدوي، محددات تدفق الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق رأس المال الناشئة و آثارها على المتغيرات الاقتصادية:دراسة تطبيقية مقارنة على كل من مصر،إسرائيل،تركيا، رسالة دكتوراه ، جامعة عين شمس:كلية التجارة،2002، ص 75

[174] ساسي عفيف حاتم، التجارة الخارجية بين التنظير و التنظيم، الدار المصرية اللبنانية،القاهرة،1991ص 393

المطلب الثاني: العوامل الداخلية (عوامل الجذب)

العوامل الداخلية هي تلك العوامل التي اتخذتها الدول النامية، وأدت إلى تنمية أسواقها المالية وجذب المستثمرين الدوليين لتلك الأسواق. فوجود تلك العوامل يفسر انتقال الاستثمارات الأجنبية إلى عدد من الدول النامية دون الأخرى، حيث انتهجت هذه الدول سياسات وإجراءات مكنتها من جذب الاستثمارات الدولية في محفظة الأوراق المالية وتحقيق أسواقها لمعدلات نمو مرتفعة، من أهمها برامج الإصلاح الاقتصادي التي انتهجتها الدول النامية وما تضمنته هذه البرامج من تحرير أسعار الصرف والفائدة وخفض معدلات التضخم وعجز الموازنة لهذه الدول وكذلك برامج الخوصصة التي انتهجتها .

وسوف نحاول تصنيف أهم تلك العوامل في عنصرين:[175]

الفرع الأول: عوامل الجذب المتعلقة باقتصاديات الدول النامية: تتعلق هذه العوامل بالدور الذي يمارسه الأداء الاقتصادي في التأثير على مستوى النمو المالي، وبالتالي على تطور سوق الأوراق المالية، ويتمثل أهمها فيما يلي:

1– العرض الدولي لرؤوس الأموال: في ظل الركود الاقتصادي الذي ضرب البلدان المتقدمة في بداية التسعينات، إضافة إلى انخفاض معدل الفائدة في عدد منها، ومن بينها الولايات المتحدة، سارع المستثمرون الأجانب والمحليون ـــ سعيا وراء العوائد المرتفعة ـــ إلى استثمار أموالهم في البلدان الناشئة سواء في الأسواق المالية (أسهم وسندات)، أو باستثمارات طويلة الأجل في شكل مساهمات في قطاع الإنتاج المحلي، ولقد تطورت التدفقات المالية المتوجهة إلى الأسواق الناشئة في شكل استثمارات مباشرة أو في شكل استثمارات المحفظة المالية، يعود ذلك بالتأكيد إلى التغيرات التي طرأت على هذه البلدان من خلال تحسن الاستقرار السياسي والاجتماعي، إضافة إلى الإصلاحات الاقتصادية والمؤسساتية، الموضوعة عادة من طرف صندوق النقد الدولي، التي تدعم آليات اقتصاد السوق، وتقديم دور مهم وفعال للمؤسسات الخاصة في تخصيص الموارد، وكل هذه الأمور قد دعّمت نمو الأسواق المالية، وعموما فإن تطور الأسواق الناشئة مرتبطة ارتباطا وثيقا بإدارة السلطات العمومية، والتزامها بضرورة الاندماج ضمن المحيط التجاري والمالي الدولي.

2– ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي: يعتبر تحقيق معدلات نمو مرتفعة في الاقتصاديات الناشئة من العوامل التي تشجع على الاستثمار في تلك الأسواق،[176]

---

[175] Shari Spiegel, «Politique macroéconomique et politique de croissance », UNDESA, Newyork (2007) P65-68

[176] Mohammed Al Eriane, « Ou se dirigent les marchés émergents », Finances & Développement, juin 2000, p21.

لقد حققت دول مثل تايلاندا وكوريا واندونيسيا معدلات نمو اقتصادي أعلى من معظم الدول الصناعية المتقدمة، ومن ثم يفضل مديرو المحافظ المالية الاستثمار في الدول التي يتوقع أن تحقق معدلات نمو مرتفعة في المستقبل، نظرا لتمتع هذه الدول بانخفاض في تكاليف الأجور، مع زيادة سريعة في الطلب المحلي، لذلك فإن زيادة حجم الاستثمارات بها من خلال أسواق أوراقها المالية، سوف يساعد على زيادة قدرتها على المنافسة في الساحة الدولية.[177]

3- إتباع سياسة الخوصصة: يعد وجود سوقا للأوراق المالية نشط، من أهم المتطلبات لنجاح وتدعيم أساليب الخوصصة المتبعة، وذلك لجذب المدخرات المحلية والخارجية، كذلك يعتبر الاتجاه نحو القطاع الخاص والعمل على تشجيعه في بعض المجالات، من أهم الأدوات التي تعمل على تنشيط سوق الأوراق المالية، وعليه فإن العلاقة بين سياسة الخوصصة ووجود سوقا للأوراق المالية نشط هي علاقة تبادلية.

إن اتجاه دول الأسواق المالية الناشئة إلى انتهاج برامج لخوصصة أصول شركاتها، أدى إلى زيادة المعروض في هذه الأسواق وتنويعه، وهو ما أتاح فرصا للمستثمرين المحليين والدوليين الذين قاموا بتوجيه أموالهم للاستثمار بهذه الأوراق المالية ، وبالتالي أدى إلى نمو هذه الأسواق ورفع قيمة التعاملات بها بمعدلات مرتفعة، وجعلها تجتذب كثيرا من الاستثمارات من أسواق المال المتقدمة .[178]

4- انخفاض معدلات التضخم: يعتبر تخفيض معدلات التضخم أحد أهداف برامج الإصلاح الاقتصادي المنتهجة من طرف البلدان النامية، نظرا لما لذلك من آثار إيجابية على الاقتصاد الكلي، كما يتوقع معه تحسن في أداء السوق، حيث أن هذا الانخفاض يعني انخفاض معدل العائد المطلوب على الاستثمار، مما يترتب عليه ارتفاع القيمة الحقيقية للاستثمار بصفة عامة، وعندما يتعلق الأمر بالسوق المالي، يؤدي انخفاض معدل التضخم إلى زيادة القيمة السوقية، ومنه زيادة في حجم التداول. زد إلى ذلك فإن انخفاض معدل التضخم يمكن أن يؤثر على أسعار الأسهم بشكل غير مباشر، وذلك في ظل نظام ضريبي تتم المحاسبة فيه على أساس التكلفة التاريخية للأصول بدلا من تكلفة إحلالها، حيث يتوقع أن ترتفع القيمة الحقيقية لأرباح المؤسسات وبالتالي ترتفع القيمة السوقية لأسهمها بالتبعية.[179]

---

[177] أنظر: عدنان الهندي،دور المصارف العربية في تنشيط التداول بالبورصات العربية، بيروت:إتحاد المصارف العربية،1994ص 76

[178] عمر صقر، مرجع سبق ذكره،ص 79

[179] محمد عبد المطلب عبد المطلب بدوي، محددات تدفق الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق رأس المال الناشئة و آثارها على المتغيرات الاقتصادية:دراسة تطبيقية مقارنة على كل من مصر،إسرائيل،تركيا، رسالة دكتوراه ، جامعة عين شمس:كلية التجارة،2002،ص81

5- استقرار أسعار الصرف: تتأثر تعاملات الأجانب بمدى استقرار أسعار الصرف في الدول المختلفة فكلما قلت تقلبات أسعار الصرف كأحد المخاطر المعروفة للاستثمار في المحافظ المالية، كان هذا أحد العوامل الأساسية لاطمئنان المستثمر الأجنبي، وزيادة إقباله على الاستثمار في هذا السوق.

إذا ما تم تقدير قيمة استثمارات معينة بصافي قيمة التدفقات النقدية المتوقعة (بعد استبعاد أثر الضرائب) فإن تقلبات سعر الصرف قد تؤدي إلى تقليل هذه القيمة بالعملة المحلية (في حالة انخفاض قيمة العملة) وقد ينتج عن هذا الاستثمار خسارة بعد أن كان مكسبا قبل خفض قيمة العملة.

عملت كثير من دول الأسواق الناشئة على استقرار أسعار صرف عملاتها مقابل العملات الأخرى، لجذب المزيد من الاستثمارات لهذه الأسواق، على أن استقرار سعر الصرف في كثير من هذه الدول كان يعتبر نظاما إداريا يخفي وراءه تقييما لعملة البلد بأقل من قيمتها، وعندما تنكشف مراكز النقد الأجنبي بهذه الدول ويتضح للمستثمرين بأن العملة مقوّمة بأكثر من قيمتها، تتجه رؤوس الأموال للتدفق نحو الخارج، وهو ما يؤدي إلى حدوث أزمات مالية، على غرار ما حدث في أزمة المكسيك وجنوب شرق آسيا.

6- توفر مناخ استثماري ملائم: يبحث المستثمر الأجنبي عن مناخ استثماري مناسب لاستثماراته، دون الدخول في مشاكل مع الدولة المضيفة للاستثمار، حيث يجد أن السياسة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية عاملا مؤثرا في تنفيذ هذه الاستثمارات، وتتمثل أهم العناصر التي توفر المناخ الاستثماري المناسب للمستثمر فيما يلي:

- الاستقرار السياسي والاقتصادي؛
- توفر البيئة الإدارية الملائمة من خلال القضاء على عوائق البيروقراطية، وشتى صور الفساد التي تعرقل سرعة إتمام الإجراءات الحكومية؛
- وضوح واستقرار قوانين الاستثمار؛
- وجود حوافز للاستثمارات الوافدة؛
- عقد الاتفاقيات الدولية لتشجيع الاستثمارات الأجنبية.

الفرع الثاني: **عوامل الجذب المتعلقة بأسواق الأوراق المالية:** ترتبط هذه العوامل بعناصر جذب داخل هذه الأسواق، تجعل الاستثمار فيها مرغوبا من قبل المستثمرين الأجانب، ومن أهم هذه العوامل:

1- ارتفاع معدل نمو رأس المال السوقي: تتميز الأسواق الناشئة بارتفاع معدل النمو لرأس المال السوقي بها، حيث أنه يفوق معدل النمو في الأسواق المتقدمة، على الرغم من أن نسبة رأس المال

السوقي في الأسواق الناشئة إلى رأس المال السوقي في الأسواق المتقدمة صغيرة. يعكس ذلك الأمر زيادة الوزن النسبي للأسواق الناشئة بين أسواق العالم، كذلك يعكس التزايد المستمر في معدل نمو رأس المال السوقي اهتمام المستثمرين الأجانب بالفرص المتاحة بهذه الأسواق، مما يدفعهم لزيادة الأموال الموجهة للاستثمار فيها.

الجدول رقم (6): تطور قيمة و معدل نمو رأس المال السوقي لبعض أسواق ناشئة ومتقدمة و العالم خلال السنوات 1990- 2000-2011

الوحدة: مليون دولار أمريكي

	الأسواق الناشئة		الأسواق المتقدمة		الأسواق العالم	
	رأس المال السوقي	معدل النمو (%)	رأس المال السوقي	معدل النمو (%)	رأس المال السوقي	معدل النمو (%)
1990	215.495	---	7.595.137	---	9.399.659	---
2000	1.275.788	492	27.022.978	255.7	36.030.812	283.32
2011	16.475.017	1292.15	22.377.978	17.19 -	53.500.000	148

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

- قاعدة بيانات البنك العالمي1990 ،2000 ، 2011
- تقارير بورصات دول العينة المختارة.

تشمل دول العينة المختارة من الأسواق المتقدمة كلا فرنسا، ألمانيا، اليابان، المملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية، بينما الأسواق الناشئة فتضم العينة كلا من البرازيل، المكسيك، ماليزيا هونك كونغ، وسنغافورة.

2- ارتفاع معدل نمو قيمة التداول: تتسم الأسواق الناشئة بتحقيق معدلات نمو مرتفعة في قيمة التعاملات بها، وهي تفوق معدلات النمو بالأسواق المتقدمة، وهو ما يؤكد زيادة الأهمية النسبية لهذه الأسواق، ويعكس الاتجاه المتزايد لدى المستثمرين الدوليين لحيازة أصول مالية مصدرة من هذه الأسواق في محافظهم.

3- ارتفاع عوائد الاستثمار والأرباح: تتميز الأسواق الناشئة بارتفاع العوائد على الأصول المتداولة بها عن العوائد التي تتحقق بالأسواق المتقدمة، ويمكن تفسير ذلك الارتفاع بأن مخاطر الاستثمار في الأسواق الناشئة مازالت مرتفعة، نتيجة لما يتواجد بهذه الأسواق من حساسية وتقلبات(180).

(180)Hicham Assalih, « Les marchés financiers émergents : Caracteristiques des performances, CRIEF,2007 ,P13

نظرا لعدم توفر كفاءة المعلومات الكاملة للسوق، لا يقبل المستثمرون على الاستثمار في هذه الأسواق إلا عند تقديم عوائد مرتفعة على الاستثمار بها، ويمكن أيضا إرجاع ذلك الأمر إلى الشركات المصدرة للمنتجات المالية دوليا، والتي تعاني من ندرة رؤوس الأموال محليا، فهي تعرض عوائد مرتفعة لتجذب الاستثمارات من الخارج بما يمكّنها من إجراء عمليات التوسع وزيادة نشاطها.

في دراسة ميدانية لمجموعة من الباحثين، ثبت باستعمال قاعدة بيانات تخص 24 سنة من نشاط بعض الأسواق المالية الناشئة، أن العائد على السهم فيها أحسن من العائد على السهم في الأسواق المتطورة، وأن العائد على المحفظة يحقق نموا سنويا مقداره 1.5 %. الأمر الذي مكّن هذه الأسواق من جذب رؤوس الأموال المحلية المستثمرة بالخارج، وجذب الرساميل الأجنبية لخدمة الاستثمار المحلي.(181)

4- وجود اتجاهات للتطور في بعض أسواق رأس المال الناشئة: يمكن رصد هذه الاتجاهات من عدة جوانب من أهمها:

- زيادة درجة السيولة: بمعنى القدرة على بيع وشراء الأوراق المالية بسهولة؛
- انخفاض درجة التقلبات في السوق: يمكن قياس درجة التقلب في السوق من خلال تقدير الانحراف المعياري لتقلب العوائد في السوق خلال فترة معينة، فكلما انخفضت التقلبات كانت البورصة أكثر تطورا.
- انخفاض درجة التركز: تقاس بمدى مساهمة أكبر 10 شركات في رأس المال السوقي، وهو يقيس مدى سيطرة الشركات على السوق.
- الهيكل المؤسسي والتنظيمي للسوق: يعتبر من أهم عوامل الجذب للاستثمارات، ويقاس بعدة مؤشرات منها:
  - * نشر المعلومات عن الشركة المسجلة؛
  - * مدى استخدام المعايير المحاسبية المقبولة دوليا؛
  - * مدى قدرة القوانين المطبقة على حماية المستثمرين؛
  - * مدى وجود قيود على تدفقات رأس المال.

(181) C. Mitchell Conover, Jerold R. Jensen, Robert R. Johnson : Emerging markets, when are they worth it ?, Financial analysts journal, vol 58,n°2,March-April 2002,P86

المبحث الثالث: أثر الأسواق المالية في اقتصاديات الدول الناشئة

تتميز أسواق الأوراق المالية العالمية بالاتجاه نحو المزيد من الاندماج والتحرير والتكامل، حيث تدفقت مبالغ ضخمة من رأس المال عبر الحدود للاستفادة من مزايا تنويع المخاطر، وتمت هذه الزيادة في التدفقات عبر الحدود، نتيجة لزيادة تحرير الأسواق المالية المحلية، وفتح الأسواق أمام الأجانب بعد إزالة القيود على رأس المال وغيرها من العوامل، التي كانت تحول دون سهولة المعاملات. بالإضافة إلى ذلك فقد استفادت هذه الأسواق من التحسينات في السياسات الداخلية وزيادة النمو الاقتصادي للدول النامية، لذلك تميزت هذه التدفقات الخاصة بالتحول من القروض التجارية إلى مصادر خاصة أخرى، في شكل زيادة في الاستثمار المباشر والاستثمارات بالمحفظة.

لقد تم تشجيع التدفقات الرأسمالية للاستثمار في الأوراق المالية بناء على عدد من الأسس، فلم تقتصر على قدرة تلك الاستثمارات في دفع ميزان المدفوعات نحو التحسن، لكنه أيضا للمرونة الفائقة التي تتمتع بها التدفقات للاستثمار في الأسهم مقارنة بالديون، فضلا عن قدرتها على تشجيع وتنمية السوق المحلي لرأس المال ، مع هذا فقد أثبتت تلك التدفقات الرأسمالية الضخمة أنها سلاح ذو حدين، على الرغم مما أسهمت به في استعادة النمو.

لقد اتضح ذلك من خلال التدفقات الكبيرة إلى العديد من الاقتصاديات الناشئة، وما صاحبها من أزمات مالية أصابت المكسيك (1995) ودول جنوب شرق آسيا (1997) وروسيا(1998) والأرجنتين(2001) وتركيا في (2002).

إن العولمة المالية تنطوي على مخاطر كثيرة، لأن الاضطراب في أحد البلدان، يمكنه أن ينتقل إلى الدول الأخرى، لذلك فإن منافع أسواق الأوراق المالية، يجب أن توازن في مقابل التكاليف والمخاطر من تلك الأسواق.

سوف نتناول من خلال هذا المبحث الآثار الإيجابية والسلبية لهذه الأسواق في الاقتصاديات الناشئة ثم السياسات المتبعة لمجابهة الآثار السلبية.

المطلب الأول: الآثار الايجابية لأسواق الأوراق المالية على اقتصاديات الدول الناشئة

تقوم أسواق الأوراق المالية بدفع عملية التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي، من خلال القيام بعدد من الوظائف، مثل: تعبئة المدخرات، تخصيص الموارد ، متابعة أداء الشركات وتوفير المعلومات.

الفرع الأول: مكانة الأسواق الناشئة ضمن التنويع الدولي: لقد انعكس هذا التطور الكبير في اقتصاديات البلدان الناشئة، بشكل إيجابي على تدفقات رؤوس الأموال الدولية إليها، مع بداية التسعينات من القرن العشرين، حيث أصبحت قطبا هاما لجذب الاستثمارات الدولية بمختلف

أشكالها، وهذا الانطلاق في العمليات مع الأسواق الناشئة، يمكنه في الحقيقة أن يوضّح إمكانية التحكم في أزمة المديونية المشهورة

إذ أصبح بإمكان هذه الدول أن تقلص من لجوئها إلى الاقتراض الحكومي من الجهات الرسمية أو الخاصة، من خلال فتح أسواقها أمام تدفق رأس المال الأجنبي الخاص، في شكل استثمارات أجنبية سواء مباشرة أو في الحافظة المالية.

الفرع الثاني: **تصاعد دور الأسواق الناشئة**: شغلت هذه الأسواق مقدمة الأحداث خلال كل عشرية التسعينات، وأخذت الاهتمام الكبير، حتى بعد تعرضها للأزمة المالية في أواخر تلك العشرية، من خلال استقطابها لرؤوس الأموال الخاصة، التي ارتفعت تدفقاتها إلى داخل مجموع هذه الأسواق من 53,2 مليار دولار في 1990 لتصل إلى 231 مليار دولار في 1996 ثم 202.7 مليار دولار في 1997 مع عودتها إلى الاقتراض الحكومي (الرسمي) مع انتقال آثار عدوى الأزمة المكسيكية في 1995 . لقد اتجهت هذه الأموال بشكل كبير نحو جنوب شرق آسيا (47%) وأمريكا اللاتينية (38%) كأقطاب رئيسية، بينما تتقاسم باقي مناطق العالم النسبة المتبقية (15%)، وعلى العموم فإن أهمية التدفقات المالية الدولية الداخلة إلى الأسواق الناشئة، إنما تعكس مدى الفعالية الاقتصادية والمالية لهذه الأسواق، وليست هناك أية مبالغة إذا اعتبرت هذه الأسواق العنصر الأساسي والمحرك للأسواق المالية الدولية خلال هذه المدة، إذ نلاحظ تصاعد تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة، أصبح يمثل بشكل كبير قواعد وأسس العولمة المالية الجديدة.

الفرع الثالث: **تنامي عناصر جذب الاستثمار**: إن النظرة المستقبلية والتوقع الدائم لمعدلات نمو مرتفعة هي التي تبرر هذا التصاعد للأسواق الناشئة، وحتى بعد الأزمة التي أصابتها في 1997، استطاعت بفضل توقعات النمو فيها، أن تستعيد نشاطها، فهذه العوائد المرتفعة في الأسواق الناشئة، وضعف معدلات العوائد في الأسواق المالية الكبرى في نفس الوقت، بالإضافة سياسات الانفتاح الموسعة التي اتبعتها سلطات هذه البلدان، كل هذه العوامل ساعدت في إعادة تحريك رؤوس الأموال في العالم، وفي وضع الأسس الجغرافية ـــ المالية الدولية ـــ وتبني نظريات الاستثمار الدولي عادة على التحليل ذو بعدين (مخاطر ـــ عوائد)، فهي بأسلوب أبسط تقوم على المقارنة بين العوائد المتوقعة للاستثمار والمتمثلة أساسا في مخاطر البلدان في حد ذاته: مخاطر سياسية، مخاطر السيادة، مخاطر الصرف، بالإضافة إلى التذبذب. في جميع الأحوال يعتبر هذا الثنائي التقليدي أهم محرك لعملية التوزيع الدولي .

تتميز الأسواق المالية الناشئة ـــ رغم المخاطر الاستثمار فيها ـــ بالعوائد المرتفعة، يمثل ذلك أهم عنصر جاذب للاستثمار الدولي، وارتفاع معدلات النمو فيها يشكّل مؤشرا فعالا في عملية بناء أهداف واستراتيجيات المستثمرين، كما أنها تحمل توقعات متفائلة عن مستقبل هذه الأسواق، فمثلا

في 1996، قدّر البنك الدولي معدل النمو السنوي في البلدان المتقدمة بـــ 2.7 % خلال فترة 1994 إلى 2009 مقابل 4.8 % في البلدان الناشئة بشكل عام، أي الضعف تقريبا، ومع النشاط الكبير الذي شهده القطاع الخاص في الاقتصاديات الناشئة، والدعم المقدّم له من قبل الحكومات في إطار التحولات الهيكلية لهذه الاقتصاديات، زاد إقبال رؤوس الأموال الأجنبية : استثمارات مباشرة، استثمارات المحافظ المالية والقروض البنكية وكل التدفقات الأجنبية، التي تتبع تلك الإصلاحات والتغيرات الاقتصادية، خاصة التي تتعلق بقوانين الاستثمارات، وكذلك مكانة القطاع الخاص.

أصبح الآن بإمكان هذه الأسواق الناشئة أن تستحوذ على حصص متزايدة من الإنتاج العالمي، من خلال موقعها الجغرافي وعدد سكانها وثرواتها الطبيعية، ويمكن أن تصل إلى معدل نمو 6% ، مع التطور الملحوظ للقطاع الخاص، ونظام اقتصاد السوق المبني على الحرية الاقتصادية، يعني هذا أن الاقتصاد الواعد بالنمو الاقتصادي مع الاستقرار السياسي، يشكلان عوامل النجاح بالنسبة للأسواق الناشئة لجذب الاستثمارات الدولية إليها، وتعمل السلطات المحلية على دعم الاستقرار السياسي خاصة فيما يتعلق بسياساتها تجاه الاستثمارات. عموما يمكن القول أن انفتاح الأسواق المالية الناشئة على الاستثمار الأجنبي، ومحاولة توفير كل عوامل الجذب للتدفقات المالية، يجعلها تدخل في منافسة حقيقية مع الأسواق المالية العالمية الكبرى، وربما تعتمد في ذلك على ميزة العوائد المرتفعة، هذا معناه أن الأسواق الناشئة ـــ ومن أجل اندماجها المالي في الحركية العالمية ـــ دفعت ثمنا لذلك يتمثل في العوائد المرتفعة للمستثمرين الأجانب.

الفرع الرابع: عدم الارتباط في العوائد مع الأسواق المتقدمة: يستخدم هذا المفهوم في تحليل مخاطر المحفظة المالية، حيث يعتبر بعض المحللين الماليين أن عدم ارتباط العوائد بالأسواق المتقدمة، يلعب دورا مهما في نجاح الاستثمارات في الأسواق الناشئة، ويقصد بعدم الارتباط هنا ضعف معامل الارتباط بين العوائد في الأسواق المالية المتقدمة والعوائد في الأسواق المالية الناشئة، بمعنى أن أي تغيير في عوائد الأسواق المالية المتقدمة لا يؤدي بالضرورة إلى التأثير على عوائد الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة، وهذا الارتباط الضعيف جدا يترجم من جهة نظر هؤلاء المحللين، بأنه توجد أرباح محتملة من وراء عملية تنويع المحفظة في الأسواق الناشئة، ولما كان المستثمر الدولي يبحث عن أفضل تشكيلة لمحفظته المالية، والوصول إلى أفضل العوائد بأقل المخاطر، وحسب المختصين في هذا الميدان من خلال الخبرات المتراكمة، لديهم فإن تشكيل محافظ مرجحة بأوراق مالية على الأسواق المالية الناشئة، يمثل درجة ضعيفة من المخاطر من تلك المرجحة بأوراق مالية في أسواق البلدان الصناعية.

الفرع الخامس: **تعبئة الادخار و توفير السيولة**: تساعد عملية نمو أسواق المال في البلدان النامية في تعبئة المدخرات، وتمويل أنشطة الاستثمارات الأجنبية، حيث أن أسواق الأسهم الناشئة مثلا، تساهم في تعبئة المدخرات عن طريق زيادة مجموعة الاستثمارات المالية المتاحة للمدخرين.

هذا بالإضافة إلى أن أسواق الأوراق المالية، تقلل من تكاليف تعبئة المدخرات عن طريق تسيير الاستثمار، فأجهزة الوساطة المالية تتيح للمدخرين فرصة الوصول إلى إمكانيات استثمارية أكبر وتسمح بنطاق أوسع من الأوعية الادخارية.

يمثل السوق الأولية (سوق الإصدار) الطلب على الاستثمار، أما السوق الثانوي (سوق التداول) فمن أهم خصائصه، توفير عنصر السيولة لحاملي الأوراق المالية، حيث يتمكنون من بيع ما لديهم من أسهم أو سندات عند الحاجة إلى سيولة، كما أن سوق التداول يلعب دورا هاما بالنسبة إلى الوحدات الاقتصادية، التي ترغب في إصدار أوراق مالية جديدة، حيث أن الأسعار السائدة في سوق التداول تعد مؤشرا لهذه الوحدات عند تسعير أوراقها المالية الجديدة .

تؤدي أسواق رأس المال ـــ على مستوى الاقتصاد الكلي ـــ دور القائد (الموجه للمدخرات الأجنبية)، وتساعد البلدان على تجنب الاعتماد المفرط على الاقتراض، الذي يعرضها لزيادة مدفوعات خدمة الدين عندما ترتفع أسعار الفائدة الدولية، هذا وقد أدى نمو الأسواق المالية الناشئة إلى زيادة الاستثمار في دول هذه الأسواق، حيث أنها مكّنت الشركات من الحصول على الأموال اللازمة لها بتكلفة منخفضة، مما أدى إلى زيادة الاستثمارات في هذه الدول، كذلك زادت نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي، فعلى سبيل المثال زادت نسبة الاستثمار إلى الناتج المحلي الإجمالي في تايلاندا من 23.9 % (1987) إلى 38.2% (1997)، مما يعكس تأثير نمو السوق المالي في تايلاندا على زيادة الاستثمارات ونسبتها في الدخل الوطني.

تستطيع الأسواق المالية التي تتمتع بقدر من الكفاءة في تعبئة المدخرات، في التأثير على النمو الاقتصادي ، فمن شأن تعبئة المدخرات والتوجيه الجيّد لها، أن يساهما في التخصيص الجيّد للموارد وتحفيز التقدم التكنولوجي .[182]

لعب سوق رأس المال أهمية كبيرة كأداة لتمويل المؤسسات، بالمساهمة برؤوس الأموال في الاقتصاديات الناشئة في شرقي آسيا وأمريكا اللاتينية، فهو يهيّئ للمؤسسات والبلدان والأسواق الناشئة فرصة ممتازة للاستفادة من الديون بمساهمات رؤوس الأموال، فتحويل التمويل بالديون إلى التمويل بحصة رأس المال يجعل المؤسسات المحلية أقل خضوعا لمخاطر تقلبات الإيرادات أو زيادات أسعار الفائدة.

---

[182] هالة حلمي السعيد الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة بنك الكويت الصناعي 1999ص 51

هناك شواهد تطبيقية متزايدة، على دور هذه الأسواق في توفير رؤوس الأموال اللازمة لقطاع الشركات في الأسواق المالية الناشئة، ويتضّح من خلال هذه الدراسات، أن استخدام التمويل بالأسهم في قطاع الشركات بلغ أرقاما كبيرة، وقد اعتمدت الشركات إلى حد كبير على سوق الأوراق المالية للحصول على تمويل خارجي، بدرجة تتجاوز الوضع في الدول الصناعية. [183]

يؤكد Singh هذه النتائج، فقد أجرى تحليلا شاملا لأهمية الإصدارات الجديدة من أسهم رأس المال للفترة (1980– 1990) بالنسبة لأكبر 100 مؤسسة في خمس دول (كوريا ـــ ماليزيا ـــ المكسيك ـــ تركيا ـــ زيمبابوي) يموّل إصدار أسهم رأس المال الجديد أكثر من 40 % من النمو في الأصول الصافية .

على الرغم من أن البيانات المحاسبية التي بيّنت هذه النتائج، ربما تبالغ في نسبة التمويل بأسهم رأس المال، إلا أن هذه الأرقام تزيد كثيرا على الأرقام الخاصة بمؤسسات البلدان الصناعية . يفسر Singh ذلك بأن أحد أسباب هذا التفضيل، كان التكاليف الأقل لرأس المال السهمي خلال تلك الفترة بالمقارنة بتكاليف الإقراض لرأس المال، التي كانت قد ارتفعت في دول شتى، مما دفع الحكومات إلى تشجيع التوسع في أسواق المال .[184]

هذا بالإضافة إلى أن أسواق الأوراق المالية، ربما تقوم بدور أكبر في الدول النامية، حيث تتطلب الخوصصة وزيادة دور القطاع الخاص، طلبا أكبر على التمويل بأسهم رأس المال.

الفرع السادس: **تحسين الأداء** : حتى يتسنى لسوق الأوراق المالية العمل بصورة جيدة يستدعي هذا أن يكون القطاع المالي بأكمله يعمل بصورة جيدة، و يؤدي ذلك إلى مجموعة من الآثار الخارجية الإيجابية منها التحسن في عملية الوساطة المالية الذي ينتج من زيادة السيولة و الكفاءة في الأسواق المالية للدول النامية، و كذلك من احتمالات نقل الخبرة و التكنولوجية، و من ثُم فإن الدول التي لها سوق أوراق مالية متطورة لديها أيضا بنوك متطورة و أجهزة وساطة مالية غير مصرفية متطورة، و على العكس فإن النظام المصرفي الضعيف يمكنه أن يعرقل تطور سوق الأوراق المالية.

الفرع السابع: **تخصيص الموارد**: يطمح المستثمرون من خلال شرائهم لأسهم شركة، للحصول على عوائد مستقبلية، وبناء على هذا، فإن الشركات التي تتاح لها فرص استثمارية، يعلم بها المتعاملون في السوق، هذا الذي يسمح لها بإصدار أسهم جديدة وبيعها بسعر مرتفع، لتحقق بها حصيلة كبيرة

---

[183] عمر صقر : الأسواق المالية الناشئة و دورها في التنمية في ظل العولمة، ص 37

[184] هالة حلمي السعيد،مرجع سبق ذكره، ص 53

للإصدار، على أن يعمل هذا الرصيد المالي المتطور على تخفيض تكلفة الإقراض، ويقلل من مخاطر تقلبات أسعار الفائدة، كذلك يشجّع سوق الأوراق المالية على زيادة معدل الادخار ويجعله أكثر جاذبية ويتيح تخصيصه لأكثر المستثمرين كفاءة، وتوزيعه على أنشطة الاستثمار المختلفة .

ثمة اختلاف بين الآثار الناجمة عن الاستثمار في محفظة الأوراق المالية وتدفقات رأس المال، مثل القروض عبر مراحل الدورة الاقتصادية، حيث يساعد الاقتراض من البنوك على تفاقم الدورة، نظرا لرغبة البنوك في زيادة إقراضها أثناء مرحلة التوسع عن مرحلة الكساد، في حين ينطوي الاستثمار في محفظة الأوراق المالية على حدوث مكاسب وخسائر معينة، لذلك نجد أن المستثمر الخاص يحجم عن البيع أو الشراء في أوقات الانخفاض أو الارتفاع الشديد لأسعار الأسهم، حتى يتجنب الخسائر الرأسمالية، الأمر الذي يؤدي إلى آلية داخلية تلطف وتحد من تقلبات الدورة الاقتصادية.

هذا، وقد أدى ظهور أسواق الأوراق المالية الناشئة، إلى تحقيق مكاسب صافية على مستوى العالم،حيث أنها ساعدت على توسيع قاعدة التدفقات النقدية، ليتم تخصيصها في المناطق التي تحقق أعلى عوائد ممكنة وبالتالي زيادة العوائد على نفس الأموال المستثمرة، مما يعني تحقيق مكاسب صافية على مستوى العالم.

ضمن إطار هذه الآثار الإيجابية، يمكن القول أن نمو الأسواق المالية الناشئة، ساعد على تدفق حجم كبير من تدفقات المحفظة إلى داخل هذه الدول، بشكل قد يؤدي إلى تحسن في صالح عملة الدولة المتلقية (صاحبة السوق المالي الناشئ) هذه التدفقات.

نجد في الدول التي تتبع نظام تعويم العملات (وهو حال الكثير من دول الأسواق المالية الناشئة)، أن أي تدفق لرأس المال داخل هذه الدول بما يفوق القدر اللازم لتمويل الحساب الجاري، يؤدي إلى زيادة الطلب على العملة المحلية، وينعكس ذلك على تحسّن سعر الصرف الاسمي للعملة، مما ينتهي إلى تحسن في سعر الصرف الحقيقي، وذلك في حالة انخفاض مرونة الطلب على الصادرات والواردات.

يتبين من خلال ما سبق، أن نمو الأسواق المالية الناشئة، أدى إلى زيادة حجم الاستثمار وأدى كذلك إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي، ورفع الجدارة الائتمانية لهذه الدول، نتيجة لقدرتها على خدمة ديونها بتكلفة منخفضة، وهو ما وفرته لها الأسواق الناشئة، وانخفاض حده تقلبات الدورات الاقتصادية لدى هذه الدول، وأيضا تحسن معدلات الصرف بها، أي أن نمو الأسواق المالية الناشئة أدى إلى تحسن في الأداء العام لاقتصاديات دول الأسواق المالية الناشئة.

المطلب الثاني: الآثار السلبية لأسواق الأوراق المالية على اقتصاديات الدول الناشئة

نستعرض فيما يلي الآثار السلبية التي تترتب عن النمو في أسواق الأوراق المالية الناشئة على اقتصاديات هذه الدول، ويوجد عدد من العناصر التي تؤدي إلى ارتفاع نواحي عدم الثبات وزيادة الآثار السلبية للتدفقات الرأسمالية .

- إن الكثير من المشاكل المرتبطة بانهيار الأسواق المالية تدور حول تناسق البيانات وانتظامها؛
- إضافة إلى الطبيعة الخاصة للتدفقات الرأسمالية للاستثمار في الأوراق المالية، التي عادة ما تكون قصيرة الأجل وتتسم بالمضاربة؛
- يؤدي التحرر المالي إلى التفاعل بين سوقين يتصفان بشدة عدم الثبات، وهما سوق الأوراق المالية وسوق الصرف الأجنبي، ويمكن أن تؤدي هذه العلاقة، وفي ظل الأزمات الداخلية والخارجية، إلى حلقة متصلة من تداول المعلومات غير الصحيحة، بل إلى عدم ثبات أكبر.

يؤثر هذا بدوره في عدد من المتغيرات الاقتصادية الهامة الأخرى، مثل الاستثمارات، الصادرات والواردات (عن طريق تذبذب سعر الصرف) والاستهلاك (عن طريق تأثير الثروة الناشئة من تقلبات أسواق الأوراق المالية).(185)

قبل البدء في استعراض أهم هذه المشاكل المتمثلة في التقلب والمضاربة من جهة، والمشاكل الأخرى الخاصة باستمرارية هذه التدفقات من جهة أخرى، نورد فيما يلي بعض الظواهر التي من شأنها أن تحد من كفاءة النظام المالي في الأسواق المالية العالمية بصفة عامة، وتظهر بصورة أكثر عمقا في كثير من الأسواق المالية الناشئة، بالتالي تزيد من حدة وأثر المشاكل التي تتعرض لها هذه الأسواق، وتتمثل هذه الظاهرة أساسا في:

الفرع الأول: النظام المعلوماتي: يظهر ذلك من خلال ما يلي:

1- **عدم تماثل المعلومات** : نعني به عدم تجانس المعلومات، من خلال الحصول غير العادل وغير المتساوي للمعلومات بين مختلف أطراف المعاملة، ينتج عن ذلك اختلاف التقييم، أي اختلاف الأسعار وانحرافها عن قيمتها العادلة، وظهور مشاكل قد تؤدي إلى زعزعة السوق، وكون أن الأسواق المالية الناشئة تتصف بضعف الجهاز المعلوماتي لديها، إلا أنه مع توفر تكنولوجية المعلومات وقواعد الإفصاح التي تفرضها سلطات التنظيم والمراقبة، من شأنها أن تقلل من حدة هذه المشاكل.

ينتج عن ظاهرة عدم التماثل المعلوماتي مشكلتان أساسيتان :

---

(185) عربي مذبولي :مقومات الأسواق الصاعدة و دورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، كلية التجارة - قسم إدارة الأعمال، 1999 ص113

- الاختيار العكسي: ينتج عادة نتيجة عن عدم تجانس المعلومات، يظهر قبل إتمام الصفقة، وذلك عندما يكون أصحاب المخاطر الكبيرة في الائتمان، هم أكثر الأشخاص سعيا للحصول على القروض.
- المخاطر المعنوية: يظهر بعد إتمام الصفقة، يحدث عندما يكون للمقترض ممارسات لا يرغب فيها المقرض، نتيجة لكونها تقلل من فرص سداد القرض.

تعتبر المشاكل الناتجة عن الاختيار العكسي والخطر المعنوي، وما يتصل بها من محاولة تحقيق المكاسب دون دفع التكاليف، من العقبات المهمة في طريق وجود سوق مالي يؤدي وظائفه بطريقة مناسبة.

اتضح أن الأزمة الآسيوية هي انعكاس للمقامرة المفرطة، بل الاختلاس من طرف البنوك التي حصلت على الودائع المحلية بالنقد الأجنبي، بسبب الضمان الحكومي لتلك الودائع، وإحدى صور الخطر المعنوي كانت نتيجة الدعم الرسمي في أزمة البيرو والمكسيك، الذي شجّع على الإفراط في الإقراض لاقتصاديات الأسواق الناشئة.

2- **عدم تماثل تحمل التكاليف** : قد يحصل بعض المتعاملين في هذه الأسواق على معلومات، دون تساوي جميع الأطراف في دفع تكاليف الحصول على هذه المعلومة، ولهذه المشكلة أهمية خاصة في أسواق الأوراق المالية، بحيث إذا دفع بعض المستثمرين من أجل الحصول على المعلومة، يكون هناك مستثمرون آخرون لم يتحملوا هذه التكلفة، وإنما يتصرفون بالمثل، أي يقلدون المستثمرين الذين حصلوا على المعلومة في تصرفاتهم، من شأن ذلك أن يؤدي إلى انخفاض الحافز في الحصول على المعلومات.

الفرع الثاني: **أثر العدوى**: يظهر هذا الأثر بمجرد فقدان الثقة في بنية النظام المالي، مما يترتب عليه زيادة انتشار التصفيات وزيادة الضغوط من أجل البيع، وتزداد حدة سحب الودائع خاصة العملات الأجنبية.

اتضح منذ أزمة الديون في الثمانينات، أن الصعوبات التي يواجهها أحد البلدان، تعدى الجدارة الائتمانية لمن حوله، وعلى ذلك فإن آثار الذعر الذي يصيب السوق وظاهرة العدوى، تهدد استقرار المقرضين والنظام برمته، كما تهدد استقرار الأنظمة المجاورة أيضا.

فيما يتعلق بالحديث عن المشاكل المتعلقة بالتقلبات والمضاربة، فكثيرا ما يتهم سوق الأوراق المالية بأنه مصدرا للتقلبات المفرطة في الاقتصاد، ويعد من أهم هذه التقلبات في أسواق الأوراق المالية مايلي :

- الدول النامية معرضة بدرجة أكبر للأزمات الداخلية والخارجية، التي يمكنها أن تهدد استقرار أي ترتيب يمكن تصوره لعمليات الإصلاح.

- يعتبر عدم تبات شروط التجارة الدولية، التي تنشأ في الاقتصاديات التي تتسم بالاعتماد على منتج أو محصول بعينه، أحد المصادر الرئيسية لعدم الاستقرار المالي.
- برامج التكييف الهيكلي في بعض الدول النامية، تؤدي إلى سرعة التذبذب التي تنتقل بسهولة إلى الأسواق المالية.
- تؤدي خاصية المضاربة التي تتسم بها أسواق الأوراق المالية غير الناضجة، إلى تضخيم الآثار وإلى تفاعلات سلبية في الأسواق الأخرى، خاصة سوق الصرف الأجنبي .

بصورة عامة، يمكن إيجاز أهم الآثار السلبية والمشاكل المرتبطة باقتصاديات الأسواق المالية الناشئة فيما يلي.

يتعلق أول هذه الآثار بإمكانية حصول تدفقات عكسية مفاجئة للخارج، حيث أن معظم الاستثمارات في الأسواق المالية الناشئة، تتسم بأن جزءا كبيرا منها يعتبر أموالا ساخنة شديدة الحساسية والتأثر بتقلبات أسعار الفائدة، ومن ثم سهولة حركة هذه الأموال بين مختلف الأسواق المالية، وبالتالي من الممكن ارتداد الأموال المستثمرة فيها فجأة، كأن يقرر المستثمرون (المحليون أو الأجانب) فجأة تحويل أموالهم عن الدولة التي يستثمرون فيها أموالهم حاليا، ينتج هذا التحويل عن أحد أو بعض الأسباب التالية :

- حدوث أزمة في دولة أخرى، قد تؤثر على الدولة المستثمر فيها؛
- انخفاض في أسعار بعض سلع التصدير الرئيسية؛
- ارتفاع في أسعار بعض سلع الاستيراد الرئيسية؛
- زيادة حادة في أسعار الفائدة العالمية؛
- حدوث تغير سلبي في الضرائب المؤثرة على عوائد الأموال المستثمرة بهذه الأسواق.

إن حدوث أحد أو بعض هذه العوامل، يدفع المستثمرين إلى تحويل أموالهم خارج البلاد، أو قيام هؤلاء المستثمرون ببيع الأصول المحلية التي يملكونها ويشترون بحصيلتها عملة أجنبية، مما يؤدي إلى انخفاض مؤشر الأسعار بالبورصة.

إن ارتداد هذه الأموال له آثار سلبية على كل من أسعار الصرف وأسعار الفائدة، فبالنسبة لأسعار الصرف يلاحظ أن تحويل المستثمرين لممتلكاتهم من الأصول المحلية إلى الأجنبية، يرفع بحدة الطلب على الصرف الأجنبي، مما يؤدي إلى انخفاض شديد ومفاجئ في قيمة العملة المحلية، أما بالنسبة لأسعار الفائدة فيلاحظ أن خروج الأموال يؤدي إلى انخفاض شديد في المعروض النقدي، مما يؤدي إلى رفع الفائدة المحلية بحدة، في هذه الحالة إذا لم يتدخل البنك المركزي بسرعة في السوق لإعادة التوازن (مشتريا الأوراق التي يتخلى عنها الأجانب)، أو إذا لم يكن لديه

الاحتياطيات الكافية من النقد الأجنبي، اللازمة لمواجهة تدفقات الأموال للخارج، فقد يتسبب انعكاس هذه الأموال إلى الخارج في أزمة في ميزان المدفوعات.

يتعلق ثاني هذه الآثار باحتمال حدوث انهيار مفاجئ للأسعار بهذه الأسواق، حيث قد ينتج ارتفاع الأسعار في سوق الأوراق المالية عن تحسن حقيقي في أداء الشركات أو عن فقاعات المضاربة، ويأخذ السعر في الحالة الأخيرة في الارتفاع لفترة زمنية ولمستويات تفوق توقعات المعايير الاقتصادية، ثم تنهار الأسعار مع أي اتجاه نحو الانخفاض في السوق .

يؤدي الانخفاض الحاد في أسعار الأوراق المالية إلى انخفاض أسعار الأصول، وإلى حدوث آثار سلبية على القطاع المصرفي ودرجة الثقة، مما يؤدي في النهاية إلى خفض الطلب الكلي (أي خفض الإنفاق الاستهلاكي، والإنفاق الاستثماري الكلي).

المطلب الثالث: الأساليب المنتهجة من طرف الدول لمواجهة الآثار السلبية

من أجل القضاء ــ أو تقليص أو معالجة ــ على الآثار السلبية المذكورة آنفا، انتهجت العديد من الدول سياسات مختلفة (مباشرة أو غير مباشرة)، بحسب الظروف التي أدت إلى ظهور تلك الحالات وسنبين ذلك من خلال ما يلي:

الفرع الأول: السياسات المباشرة: تتمثل في مختلف القيود التي تضعها السلطات من أجل الحد من تدفقات رؤوس الأموال، والتي من شأنها أن تتسبب في اضطرابات على بعض المؤشرات الاقتصادية، عن طريق قيود بتحديد ووضع سقوف لهذه التدفقات، واردة كانت أم صادرة، على حسب الحالة أو من خلال فرض ضرائب صريحة أو ضمنية.

1- الأساليب المباشرة للحد من التدفقات الواردة: إذا اعتبرنا أن مسببات تدفق رؤوس الأموال قصيرة الأجل نابعة عن ظروف داخلية، متمثلة أساسا في السياسات النقدية التدخلية المطبقة من طرف الدولة والتي أدت إلى ارتفاع معدلات الفائدة المحلية بالمقارنة مع المعدلات الدولية، مما يستقطب وفرات هامة لرؤوس أموال مؤقتة على المدى القصير كنا قد أسميناها بالساخنة، تعمد في هذه الحالة الدولة إلى تغيير سياستها بإعادة تخفيض معدلات الفائدة وتسويتها بتلك المتعامل بها دوليا، لأن تكافؤ أسعار الفائدة على المستوى العالمي من شأنه الحد من الاهتزازات الرأسمالية.

إذا اعتبرنا أن مسببات تدفق رؤوس الأموال القصيرة، نابعة عن ظروف خارجية، كانخفاض أسعار الفائدة العالمية، فيتوقف هنا تأثير هذا الانخفاض في أسعار الفائدة الحقيقية في الخارج على الطلب الكلي الداخلي والبعد الزمني للانخفاض (مؤقت أو دائم). إذا كان الانخفاض مؤقتا فإنه لن

يؤدي إلى تدفق وليس من شأنه إحداث اضطرابات في اقتصاد البلد الناشئ المستقبل لوفود رؤوس الأموال القصيرة هذه.

بينما إذا كان هذا الانخفاض مستمرا على المدى البعيد، فعلى الدولة المعنية في إطار الحد من حجم التدفقات، تطبيق الضوابط على إجمالي التدفقات، من خلال سياسة وضع سقوف أو فرض ضرائب مباشرة أو كامنة، على المبالغ الرأسمالية الواردة، مثل ضريبة تكافؤ سعر الفائدة التي يؤدي بالمستثمرين الأجانب إلى تحمل تكاليف إضافية، تؤدي إلى ارتفاع تكلفة الاستثمار لديهم وبالتالي انخفاض العائد الأمر الذي ينقص من عزيمتهم في الاستثمار في الأصول المالية المحلية.

2 – الأساليب المباشرة للحد من التدفقات الصادرة: من أجل مجابهة قرارات المستثمرين الأجانب المفاجئة بمغادرة البلد الذي يستثمرون فيه، أي تغير اتجاه التدفق الشبيه بالقروض المصرفية قصيرة الأجل (الأموال الساخنة)، والتي يمكن أن يكون خروجها بالغ الضرر، ومن شأنها إحداث تقلب في أسعار الصرف، أو الارتفاع في أسعار الفائدة، أو كليهما، تعمل الدولة المستثمر فيها على فرض سقوف لرؤوس الأموال التي يسمح للمستثمرين بتصديرها ثانية خلال فترة زمنية معينة .

تستخدم هذه السياسة بهدف تقليل مخاطر ارتداد الأموال، من خلال تحديد كمية رؤوس الأموال التي يسمح للمستثمرين الأجانب القيام بتحويلها خارج الدولة المضيفة خلال فترة محدودة .

تكون السياسات المذكورة، في كل الحالات، والمتخذة من طرف الدولة، فعّالة فقط في الأجل القريب، إذ يصعب انتهاجها وتطبيقها على المدى الطويل.

من السياسات المطروحة لتقليل مخاطر التدفق العكسي لرأس المال من الأسواق الناشئة إلى الخارج نجد تحديد مقدار رأس المال الذي يسمح للمستثمر بتصديره ثانية من الدولة خلال فترة زمنية محددة وعلى الرغم من أن هذه السياسة يمكن أن تقوم بدور مؤثر في تقليل الآثار السلبية المحتملة للتدفق المفاجئ لرأس المال للخارج، إلا أنه يمكنها أيضا بالدرجة الأولى أن تقلل من مقدار الاستثمار في محفظة الأوراق المالية، وتحد من المنافع الاقتصادية للوصول إلى تمويل أجنبي، والسياسة البديلة هي السماح للمقيمين بالاستثمار في كافة الأصول الأجنبية دون قيود، مما ينتج عن هذا أمران مختلفان:

- تصور المستثمر الأجنبي انخفاض درجة المخاطر، ومن ثم زيادة تدفق رأس المال إليها؛
- تنويع الأصول المحلية دوليا بصورة أفضل، ومن ثم تنخفض خطورة الصدمة السالبة، وبشكل عام من المحتمل أن تقلل تلك السياسة من احتمالات التدفق العكسي لرأس المال.

أما في حالة ما إذا كان الدافع لتدفق رؤوس الأموال ظروفا خارجية في صورة انخفاض أسعار الفائدة العالمية، فيتوقف حجم تأثير هذا الانخفاض لأسعار الفائدة الحقيقية في الخارج على الطلب الكلي الداخلي، وعلى ما إذا كان هذا الانخفاض مؤقتا أو دائما، فإذا كان الانخفاض مؤقتا في أسعار

الفائدة فإنه قد لا يصحبه أي تدفق، وبالتالي لا يرتبط بزيادة الاضطراب في الاقتصاد الكلي، أما إذا كان الانخفاض دائما، فيكون الخيار هو محاولة الحد في حجم التدفقات الصافية، وتستطيع السلطات أن تحاول الحد من التدفقات عن طريق فرض قيود على تدفق رؤوس الأموال أو ضريبة تكافؤ سعر الفائدة هذه الضريبة تؤدي إلى انخفاض العائد الذي يحصل عليه الأجانب من الاستثمارات في الأصول المالية المحلية، وتزيد من تكلفة الاستثمار لديهم.

الفرع الثاني: السياسات غير المباشرة: يمثل أحد الأهداف للسياسة النقدية والمالية زيادة قدرة الاقتصاد الداخلي على مجابهة التأثيرات الخارجية، ويترتب عن قدرة الاقتصاد على التكيف، انخفاض رغبة المستثمر الأجنبي في تحويل أمواله للخارج عند حدوث تأثير سلبي خارجي، بحيث تصبح مرونة السياسة المالية مطلبا هاما للمحافظة على التوازن.

ففي حالة التدفقات الراجعة إلى عدم الاتساق في السياسات، سنجد أن البلدان ستحاول أن تزيل هذا التشوه المتسبب في تدفق رؤوس الأموال كارتفاع سعر الفائدة المحلية، والناتج عن سياسة نقدية متشددة مصحوبة بسياسة مالية توسعية، يكون على الحكومة تغيير مزيج السياسات نحو سياسة مالية أكثر تقييدا، وسياسة نقدية أقل تقييدا، عن طريق خفض أسعار الفائدة المحلية إلى مستوى أقرب إلى سعر الفائدة العالمي.

كما قد تتجه بعض البلدان إلى سياسات التصحيح المالي، وإتباع سياسة مالية تقييدية لمواجهة الزيادة في الطلب الكلي، الناتج عن تدفق رؤوس الأموال إلى الداخل، فتؤدي فاعلية السياسة المالية في التخفيف من أثر ارتفاع في قيمة العملة .

الفرع الثالث: إنجازات الأسواق الناشئة: تعرف اقتصاديات البلدان الناشئة التي تضم حوالي 84 % من سكان العالم (2011)، مرحلة تصنيع ونمو اقتصادي متسارع، حيث شكّلت في مجملها سنة 2009 ما يقارب ثلث التجارة العالمية و 90 % من النمو الاقتصادي العالمي.

قدّرت حصة الدول الناشئة في الناتج المحلي الإجمالي العالمي، حسب تقرير صندوق النقد الدولي 36% (1980)، ووصلت إلى 45% (2008)، ويتوقع أن تفوق 50% سنة 2014.

كذلك تعرف اقتصاديات الدول الناشئة استقرارا ناتجا عن احتياطات الصرف، التي تجعلها في قدرة أكبر لمواجهة الصدمات الخارجية بشكل أحسن بكثير مقارنة بما كانت عليه عشر سنوات من قبل. حيث تملك الصين أكبر احتياطات الصرف على المستوى العالمي، تفوق 2000 مليار دولار في نهاية سنة 2009، في حين تقدّر مجموع احتياطي الصرف لمجموع البلدان الناشئة بحوالي 4000 مليار دولار، في حين قدّرت في البلدان المتطورة إجمالا بـــ 2500 مليار دولار. كما قدّرت التدفقات

المحفظية منذ سنة 1995 المتعلقة بالأسواق المالية الناشئة مجموع 123 مليار دولار، وهي قيمة معتبرة مقارنة بخروج الأموال البالغة 49 مليار دولار سنة 2008 بسبب الأزمة المالية.

غير أنها سرعان ما تجاوزت هذه الحالة، كونها تبقى أكثر جاذبية من الأسواق المالية المتطورة، باعتبار أنها تقدم فرصا أحسن للاستثمار، حيث سجلت دخول 44 مليار دولار خلال السبعة (07) أشهر الأولى من سنة 2009، أي ما يقارب 90 % من مجموع التدفقات المالية المتسربة خلال لأزمة في 2008.

تقدم الأسواق المالية الناشئة عدة مزايا لا يمكن تجاهلها، هذا ما يجعل المستثمرين متفائلين على المدى الطويل، كون أن هذه الأسواق تحقق معدلات نمو تفوق بكثير تلك المحققة على مستوى الأسواق المالية المتطورة، حيث ورغم تباطؤ النمو خلال سنة 2010 على المستوى العالمي، نجد أن هذه الأسواق حققت معدل نمو إيجابي مقابل معدل نمو معدوم بالنسبة للأسواق المتطورة.[186]

تبقى الأسواق المالية الناشئة أكثر جاذبية بالنسبة لأسواق المال المتطورة، حيث قدّم المؤشر المرجعي MSCI Emerging Markets سنة 2009 الذي يقدر بـــ X16 PER والذي يعتبر أقل مما قدمه المؤشر MSCI World الذي يقدر بـــ X21 PER لنفس السنة، في حين نجد أن بعض الأسواق لبلدان مثل روسيا و المجر تحقق PER برقم واحد، ما يجعلها جذابة بشكل خاص.

تمثل الأسواق المالية الناشئة (2011) حوالي 26% من الرسملة البورصية العالمية مقابل 6 % سنة 2000. وتقدر نسبة حصة الأصول المالية لهذه الأسواق بـــ 21 % (2011) مقابل 7 % سنة 2000 ويتوقع أن تصل سنة 2020 إلى 30 % حتى 36 % .

يقدر معدل النمو المحقق لأصول الأسواق الناشئة بين سنة 2000 وسنة 2011 بـــ 16.6 %، أي ما يعادل 4 مرات ذلك المحقق على مستوى الأسواق المتطورة(4.4 %). كما تملك البنوك المركزية والصناديق السيادية 15 % و 17% على الترتيب، من مجموع الأصول المالية للأسواق المالية الناشئة وصناديق التقاعد و التأمين 6 %.[187]

---

[186] Rapport de la banque mondiale (2010)

[187] McKinsey, The emerging equity gap:Growth and stability in the new investor landscape Global Institute, Décembre 2011 http://www.mckinsey.com/insights/global_capital_markets/emerging_equity_gap

الخلاصة

لقد دفع عجز الدول النامية عن تسديد ديونها في الثمانينات إلى تغيير هيكلها التمويلي، باللجوء إلى الأسواق المالية العالمية واقتناء الأصول المالية المناسبة و الملائمة لحاجة التمويل سواء أصول ملكية أو أصول دين.

لقد كانت لحركة التحرر المالي التي شهدها العالم دورا في ظهور أسواق الأوراق المالية على درجة كبيرة من التطور في الدول النامية، أطلق عليها مصطلح الأسواق المالية الناشئة. و قد أدى ظهورها إلى استقطاب المستثمرين نحوها نتيجة للعوائد الكبيرة المحققة على مستواها باعتبارها مصدر تنويع لمحافظهم. و لقد لعبت هذه الأسواق دورا كبيرا في تنمية اقتصادياتها المحلية نظرا للتدفقات المالية الكبيرة نحوها. كما عملت على مواكبة أي تطور في عالم الأسواق المالية سعيا للوصول لاندماج مع أكبر الأسواق العالمية.

إذن الأسواق المالية الناشئة هي تلك الأسواق التي أقيمت حديثا في فترة التسعينيات، ورغم حداثتها إلا تطورها بشكل كبير وأصبحت تعطي عوائد ممتازة للمستثمرين رغم ضعف التسيير فيها وأكبر نجاح لهاته الأسواق هو امتصاصها للأزمة الأسيوية بشكل سريع . كما أنها مرت بعدة مراحل لكي تنموا بهذا الشكل الكبير وأصبحت لها مكانة في ظل الأسواق المتقدمة مع جذبها الكبير للمستثمر الأجنبي . ولعل نجاح هاته الأسواق جعلها قدوة لدول أخرى تحذو حذوها ومنها بعض الدول العربية.

تتسم الأسواق الناشئة بأنها أسواق، تنمو لكنها تتسم أيضاً بعدم بلوغها مرحلة النضج والاستقرار الكافيين بعد، فلا يزال في بيئة عملها الكثير من أوجه عدم اليقين والهشاشة في بعض المواقع بسبب بعض عواملها الاقتصادية والسياسية وغيرها من العوامل الداخلية والخارجية.

يتضح من خلال هذا أنه على الرغم من المزايا التي تحققها الأسواق الناشئة لاقتصاديات دولها ، إلاُ أن لها مساوئ ولهذه المساوئ تأثيرا على الأداء الاقتصادي لدول الأسواق الناشئة فالارتداد المفاجئ للأموال المستثمرة في الأسواق الناشئة يؤدي إلى أزمة في ميزان المدفوعات، سعر الصرف، كما أن الانهيار المفاجئ للأسعار في السوق يؤدي إلى انهيار في الثروة.

الفصل الرابع

الأسواق المالية المغاربية وتحديات الكفاءة

تختلف دول المغرب العربي في بنية اقتصادياتها من دولة لأخرى، ففي الوقت الذي يعتمد اقتصاد الجزائر بشكل أساسي على قطاع المحروقات، نجد أن الاقتصاد المغربي يستند على القطاع الفلاحي، ويشكل قطاع الخدمات والمساهمة الكبيرة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الدعامة الأساسية للاقتصاد التونسي.

ما يميز اقتصاديات الدول الثلاث في نهاية القرن العشرين، هو تحولها إلى اقتصاد السوق وبداية نهاية هيمنة الدولة على الاقتصاد. يأتي ذلك في ظل إتباع هذه الدول لسياسات التعديل الهيكلي، وأبرز الجوانب التي مسها التعديل نجد القطاع المالي، حيث تم اتخاذ إجراءات تصحيحية للسياسات المالية، بهدف إعطاء القطاع الخاص مكانة أكبر في النشاط الاقتصادي.

إذا كانت تلك الإصلاحات قد وجدت المناخ الملائم لها في تونس والمغرب، نظرا للهامش المتاح للخواص في اقتصاد هذين البلدين قبل بداية تطبيق هذه الإصلاحات، بقيت الجزائر تعاني من مخلفات العهد الاشتراكي، وهو ما يفسر التردد الذي ميّز عملية الخوصصة في الجزائر.

في ظل هذا التحول ظهرت الأولوية التي منحت للقطاع المالي في الجزائر وتونس والمغرب، من خلال إعادة دفع نشاط الأسواق المالية في المغرب وتونس وإنشاء بورصة الأوراق المالية في الجزائر.

للإحاطة بالجوانب المختلفة للأسواق المالية بالدول محل الدراسة، من أجل تدارك ومواكبة المستجدات والتطورات الحاصلة على الساحة الاقتصادية والمالية العالمية، أقدمت حكومات دول المغرب العربي جاهدة على تبني سياسة الانفتاح الاقتصادي ، في محاولة منها لتطوير وتفعيل أسواق أوراقها المالية كضرورة حتمية لضمان حسن تحولها من النظام الاشتراكي إلى النظام الرأسمالي.

المبحث الأول: أسواق الأوراق المالية في كل من الجزائر، المغرب وتونس

نحاول من خلال هذا المبحث عرض أسواق الأوراق المالية في كل من الدول الثلاث، مع التركيز على النقاط التالية:

- نشأة و مراحل تطور أسواق الأوراق المالية المغاربية
- الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية في الدول الثلاث؛
- قيد الشركات واعتماد الوسطاء في بورصات الدول الثلاث.

المطلب الأول: نشأة و مراحل تطور أسواق الأوراق المالية المغاربية:

نقدم من خلال هذا المطلب نبذة عن نشأة الأسواق المالية في كل من الجزائر، المغرب وتونس والإصلاحات التي شهدتها.

الفرع الأول: نشأة و مراحل تطور أسواق الأوراق المالية في الجزائر: تدخل فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر، في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي، الذي أعلن عنه عام 1987 ودخل حيز التطبيق عام 1988 أما التحضير الفعلي لإنشاء هذه البورصة، فكان ابتداء من سنة 1990، ومنذ ذلك الحين إلى غاية الوقت الحالي، مرت هذه العملية بعدة مراحل نذكرها فيما يلي:[188]

1- المرحلة التقريرية (1990-1992)

لقد ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر عام 1990 [189] في إطار إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط، وفي 28 ماي1991 تم توضيح ماهية القيم المنقولة و أنواعها و شروط إصدارها و أعضاء لحنة البورصة و مهامها. لتعرف بعدها رفع رأسمالها في فبراير 1992 إلى 9.320.000 دج ، كما غير اسمها لتحمل بذلك اسم بورصة الأوراق المالية.

2- المرحلة الابتدائية (1993-1996):

لقد تم في هذه المرحلة تعديل القانون التجاري[190] فيما يتعلق بشركات الأسهم و بالقيم المنقولة ففيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة على إمكانية تأسيسها و الشروع في العرض العمومي للادخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع رأسمالها ، كما تم رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين شركة الأسهم إلى 30.000.000 دج.أما فيما يخص القيم المنقولة فقد نص المرسوم على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة تتمثل في : أسهم التمتع، شهادات الاستثمار، شهادات الحق في التصويت، شهادات المشاركة، السندات، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم والسندات المرفقة بأذونات الاكتتاب، وفي 13 جوان 1993 صدر المرسوم التنفيذي رقم 176-93 الذي يحدد

---

[188] نوال بن لكحل، مرجع سبق ذكره، ص 128

[189] المرسوم رقم90-101 المؤرخ بتاريخ 28 مارس 1990

[190] الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة حيث منع قانون88-04 المؤرخ بتاريخ 12 جانفي 1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية، لهذا الغرض و بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993

فئات الأشخاص المعنوية أو المؤسسات التي يمكن اعتمادها لدى لجنة تنظيم كوسطاء وهم البنوك و شركات التـــأمين و صناديق المساهمة و التي حلت في سبتمبر 1995.

إلا أنه و بالرغم من كل هذه الإجراءات، فإن البورصة بقيت جامدة و لم يتم تشغيلها و هذا نتيجة للعديد من المعوقات نذكر منها ما يلي:

- تردي الأوضاع الاقتصادية و التي تميزت بارتفاع معدلات التضخم و معدلات الفائدة.
- غياب الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع.
- عدم وجود شركات عمومية مستعدة للدخول إلى البورصة خاصة في ظل وضعيتها المالية السيئة.
- عدم وضوح مهام البورصة بشكل جيد.[191]

3- مرحلة الانطلاق الفعلية :(من 1996 إلى وقتنا الحالي)

توالى في هذا الإطار صدور عدد من المراسيم والأنظمة القانونية منها ما المرسوم رقم 96/133 والمرسوم 96/134 المؤرخين في 13 أفريل 1996 اللذان يحددان شروط ممارسة السهم النوعي، بالإضافة إلى شروط تملك الجمهور للأسهم والقيم المنقولة الأخرى في المؤسسات العمومية موضوع الخوصصة.

كما تم تشكيل لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (COSOB) في فيفري[192]1996، إلى جانب شركة تسيير القيم(SGBV) . سمحت هذه المراسيم والقوانين بتوفير بعض الشروط المناسبة لقيام بورصة القيم المنقولة، حيث كان الافتتاح الرسمي لها عام 1997، لتدشن بورصة الجزائر رسميا في 4 أوت 1999 بانضمام أربع أوراق مالية إليها وهي: سهم صايدال، سهم رياض سطيف، سهم فندق الأوراسي، سند شركة سوناطراك.[193]

الفرع الثاني: نشأة ومراحل تطور أسواق الأوراق المالية في المغرب: تم إنشاء بورصة الدار البيضاء في 7 نوفمبر 1929، عقب الحقبة الاستعمارية تحت تسمية ديوان تسعير القيم المنقولة،لتصبح بعد استقلال المغرب (1966) مؤسسة عمومية ذات شخصية قانونية واستقلالية مالية، وبهدف رواج أكبر للقيم عند جمهور واسع وعدم اقتصار دخول السوق على الهيئات المؤسساتية تم إنشاء في نفس السنة المؤسسة الوطنية للاستثمار توسع السوق بذلك عن طريق تعزيز الإصدارات.

---

[191] انظر: براق محمد، محاضرة حول بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، جامعة ورقلة، أيام22-23 أفريل 2003،ص2-5

[192] COSOB, Guide de la bourse et des opérations boursiers, la bourse d`alger , collection guides plus, 96, p6

[193] نوال بن لكحل، مرجع سابق، ص 134- 149

شهدت بورصة الدار البيضاء عدة إصلاحات على المستوى القانوني والتقني ابتداء من سنة 1993، بهدف تحول المغرب من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد الأسواق المالية وتحقيق أكبر دخل للموارد المتاحة.[194]

1 ــ إصلاح السوق المالي المغربي و أهدافه: شهد سوق الأوراق المالية المغربي عدة إصلاحات تمت على عدة فترات:[195]

ــ فترة السبعينيات: مرحلة فراغ السوق: يظهر كشف رقم الأعمال ضعفه و بطئ تطوره مما يوحي المكانة الهامشية للسوق في تمويل الاقتصاد الوطني الذي قدر سنة 1975 مستوى قياسيا للمرحلة يقدر بـــ 212 مليون درهم. إلا أن هذه نسبته إلى حجم التشكيل الإجمالي لرأس المال الثابت المغرب (2.65%).

ــ فترة الثمانينات: مرحلة التحول: شهد حجم المبادلات ارتفاعا وذلك ابتداء من سنة 1983 نتيجة الإدراج إلى التسعيرة الرسمية من جهة قرضين للدولة بمدة **3** سنوات ومن جهة أخرى إلى إجراءات التحريض الجبائي لقانون المالية 1983 الذي يلغي الاقتطاع عند الأصل على منتجات الحصص الاجتماعية والأسهم التابعة لقانون المالية 1978. من جراء هذا, ارتفع رقم الأعمال لمجموع الأسواق إلى 146 مليون درهم.

شهد رقم الأعمال تطورا خلال الفترة بسرعة متواضعة (انظر الجدول رقم (7) تطور رقم الأعمال) ومن جهة أخرى عندما نهتم بالرسملة البورصية نجدها جد ضعيفة.**[196]**

جدول رقم (07): تطور رقم أعمال بورصة الدار البيضاء خلال الفترة (1966–1993)

(مليون درهم)

السنة	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	
رقم الأعمال	20	23	33	53	50	63	108	117	193	
السنة	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	
رقم الأعمال	212	192	174	107	202	168	111	86	146	
السنة	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
رقم الأعمال	152	223	317	396	653	672	1806	1200	1052	4870

Source : élaboré par le chercheur à partir du :
- tableau de bord des indicateurs macro économiques, mai 2011
http://www.casablancabourse.com/BourseWeb/UserFiles/File/Rapportsannuels.

[194] Ministère de l'économie, des finances, de la privatisation et du tourisme, « évolution récente du secteur financier », document de travail n°60, janvier 2001.p16

[195] Voir Hicham Elalamy, CDVM, Maroc, Douala, le 29 octobre 2009, P2-6

[196] أنظر في هذا الصدد: عمر العسري، البورصات المغاربية بين تأثيرات الأوضاع الداخلية وتداعيات الأزمة لعالمية: بورصة الدار البيضاء نموذجا في إطار دراسة مقارنة مع محيطها المغاربي، جامعة محمد الخامس الرباط ، المغرب

يظهر من خلال الجدول أعلاه أن نشاط السوق قد بقي محدودا حتى الإعلان الرسمي لبرنامج الخوصصة، و لم يبدأ السوق بالخروج من خموله إلا بعد تبني القانون الخاص بالخوصصة سنة 1989.

ـــ **فترة التسعينيات: مرحلة إنشاء سوق مالي:** تم تصنيف خلال هذه المرحلة المغرب من بين الدول الناشئة، و في الحقيقة يعود الفضل لبرنامج الخوصصة (1989)، وتبني قانون خاص لسوق البورصة وإلى مختلف الإصلاحات (إنشاء مؤسسة بورصة القيم المنقولة، وضع مجلس التأديب) التي أضفت حيوية للسوق إلى أن عرف هذا الأخير الانعطاف التاريخي ابتدءا من سنة 1993 أين عرفت كل المؤشرات ارتفاعات ملحوظة، لتصل إلى مستويات بعيدة عن تلك بمرحلة قبل الخوصصة، فهنا بدأ الحديث عن انجازات وآفاق بورصة الدار البيضاء.

ـــ **فترة الألفية الثانية:** عرفت سنة 2001 تقليص مهلة إتمام الصفقة النظري من ن+5 إلى ن+3 ، وفي سنة 2002، انطلاق مؤشرات جديدة لبورصة الدار البيضاء مازي يشمل كل القيم المسعرة على مستوى سوق المغرب، ومادكس مؤشر بورصي مضغوط مكون من القيم الأكثر نشاطا في التسعيرة، ومؤشرات قطاعية، مؤشرات ربحية ومؤشرات للعملة الصعبة. كما وفي نفس السنة بدأ التعامل بنظام ضمان حسن إتمام العمليات البورصية وإلغاء سوق القطع الذهبية المسعرة بالبورصة.

تبنت بورصة القيم المنقولة للدار البيضاء ابتداء من 2004/12/1 منهجية جديدة لحساب مختلف المؤشرات القائمة على الأساس العائم، وهي الطريقة المنتهجة من طرف أهم البورصات العالمية تهدف إلى تقديم اتساق بين الواقع البورصي للمؤسسات المسعرة، وانعكاس هذا الواقع على المؤشرات، أي تغيير ترجيح القيم.[197]

ثم مع بداية سنة 2008، تحولت بورصة الدار البيضاء إلى نظام NSCV900 وهو نظام التسعيرة المطبق على مستوى EURONEXT.[198] وفي هذه السنة أخذت بورصة المغرب المرتبة الثانية متصدرة بورصة القاهرة وبعد بورصة جوهانزبورغ.

الفرع الثالث: نشأة و مراحل تطور أسواق الأوراق المالية في تونس: شهد سوق الأوراق المالية التونسي تطورا عبر عدة فترات نختصرها فيما يلي:

1– السوق المالي التونسي قبل الإصلاحات: ترجع نشأة سوق الأوراق المالية بتونس إلى سنة 1937، وذلك عند إنشاء مكتب التصفية و المقاصة الذي استمر نشاطه من سنة 1937 إلى سنة 1945 وهي

---

[197] مبدأ العائم: يعتبر العائم حصة رأس مال الشركة المعنية بالمبادلة على مستوى السوق، أو نقصد بها حصص الأسهم الممتلكة من العامة.

[198] site officiel de la bourse de Casablanca ,(www.casablanca-bourse.com)

السنة التي تم فيها إنشاء هيئة تسمى بالديوان التونسي لتسعير القيم المنقولة.[199] غير أنه ورغم اعتبار هذه النشأة قديمة نسبيا، إلا أن دورها في تمويل الاقتصاد بقي محدودا، وحتى بدون معنى، ويرجع هذا أساسا إلى هيمنة البنوك في تمويل الاقتصاد.

تم إنشاء في عام 1969 بورصة القيم المنقولة بتونس[200] كمؤسسة تجارية ذات طابع تجاري تتمتع بالشخصية الاعتبارية المستقلة وتخضع لإشراف كاتب الدولة للتخطيط والاقتصاد الوطني.

يمكن اعتبار، دور البورصة في هذه المرحلة، كمكتب تسجيل المبادلات بدلا من أن تلعب دورا فعالا في الاقتصاد التونسي، حيث من خلال نسبة الرسملة البورصية التي لم تتعدى نسبة 1% حتى نهاية 1986.

2- إصلاحات السوق المالي التونسي: عرف السوق المالي التونسي، بعد الركود المسجل منذ 1969 عدة إصلاحات وإعادة هيكلة.

تمثلت أولى الإصلاحات في إعادة تكوين وانطلاق للسوق المالي من خلال إنشاء إطار قانوني للبورصة، متبوعة بإصلاحات إعادة تنظيم لمواجهة الإختلالات المسجلة على مستوى سلوك مختلف الأعوان.

تبنت تونس إصلاحات على مستوى سوقها المالي اثر خروجها من الأزمة الاقتصادية 1986 الأمر الذي استدعى إنشاء مخطط تعديل هيكلي من شأنه تسهيل عملية الانتقال من اقتصاد مخطط إلى اقتصاد حر.

❋ **الإصلاحات التمهيدية: (1988-1994)**: انطلقت في تونس، في إطار مخطط التعديل الهيكلي و ابتداء من سنة 1988، إصلاحات كبرى من أجل بناء سوق مالي فعلي، وإنهاء مرحلة التمويل المطلق للاقتصاد عن طريق النظام البنكي من خلال تعديل قانوني ووضع بنية تحتية، وإدخال التقنية الحديثة تستجيب للمعايير الدولية، كذلك صيغة جبائية مشجّعة للادخار والتمويل البورصي على حد سواء.

كما قامت الحكومة التونسية بمجموعة من الإصلاحات على النظام المالي لتشجيع التمويل المباشر، نذكر منها:

- إخضاع الودائع البنكية إلى الجباية مع تخفيض معدلات الفائدة نتيجة لانخفاض معدلات التضخم.
- استفادة الادخار في المنتجات المالية من إعفاء فوائض القيمة والأرباح من الضرائب.
- انخفاض معدل الضرائب على أرباح الشركات من 80 % إلى 35 %.

❋ **إصلاحات متعلقة بإنشاء بورصة الأوراق المالية بتونس (1994-1995)**: تم تبني تعديلات كبرى بهدف بلوغ المعايير الدولية، من خلال إعادة تنظيم السوق بجهازين مستقلين بفصل مهام الرقابة

---

[199] هيئة خاصة مدارة من طرف هيكل جمعية وسطاء ماليين تعويضا لغرفة المقاصة.

[200] القانون رقم 13 المؤرخ في 28 فيفري 1969

والتسيير بإنشاء مجلس السوق المالي وبورصة القيم المنقولة التونسية (في صيغة شركة خفيّة الاسم . يمتلكها وسطاء البورصة بالتساوي)، مع إنشاء مستودع مركزي وحيد مكلف بعمليات تسليم/تسديد والمتمثل في الشركة التونسية بين المتهنين للمقاصة وإيداع القيم المنقولة STICODEVAM.

اعتمدت المظاهر العملية و التقنية لإعادة التنظيم هذا على خبرة الساحات المالية الأكثر تطورا من أجل تعزيز الشفافية و حماية السوق.

✱إصلاحات لتحقيق سوق تعمل حسب المعايير الدولية (1996– إلى الوقت الحالي): استمرت تونس في طريق الإصلاحات لمواكبة تطورات الأسواق العالمية من خلال تحديث التقنيات على مستوى سوقها، ونذكر أهم الإصلاحات الموالية:

1996: انتهاج المعايير الدولية للمحاسبة ، انطلاق العمل بنظام التداول الالكتروني NSC.

1998: إصلاح جبائي من شأنه إلغاء التمييز بين مختلف الأنظمة للقيم المنقولة والمشجع للطلب العمومي للادخار، إضافة إلى القانون المتعلق بإعادة هيكلة المؤسسات العمومية؛ والتنظيم القانوني لإصدارات القرض السندي, والإصلاحات المتعلقة بالحماية وشفافية السوق، وانطلاق مؤشر توناندكس حسب القاعدة 1000 في 31 ديسمبر 1997 .

1999: تحديد طرق إصدار أذونات الخزينة، مع إرساء المزيد من المزايا الجبائية بالنسبة للمستثمرين والمصدرين على حد سواء.

2000: تجريد القيم

2001: إنشاء صناديق المشتركة للتوظيف.

2007: انطلاق السّوق البديلة الموجّهة إلى الشركات الصغرى والمتوسطة، وتشغيل آخر نسخة NSC لنظام التداول الإلكتروني .[201]

ينقسم السوق المالي في تونس إلى سوقين للتداول و هما:

1– السوق المنظم: يختص بتسعيرة سندات المساهمة وسندات الدين المصدرة والتي تستجيب لشروط الإدراج المنصوص عليها بالترتيب العام للبورصة.

2– السّوق الموازي: مخصص لتداول أسهم الشركات التي تلجأ إلى الاكتتاب العام وهي غير مدرجة بالبورصة.[202]

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية في البلدان الثلاث

[201] Site officiel de la bourse de tunisie :www.bvmt.com.tn
[202] http://www.ilboursa.com/apprendre/les-differents-marches.aspx

يتولى تنظيم عمل أي سوق للأوراق المالية، هيكل تنظيمي مكون من مجموعة من الهيئات التي تعمل في شكل متناسق ومتكامل .

الفرع الأول: الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية في الجزائر: إن سير البورصة والعمليات المتداولة فيها، لابد أن يخضع لتنظيم محكم من طرف هيئة متخصصة، تعمل على سن القوانين واللوائح المختلفة، لضبط التعامل بالأوراق المالية وحماية المستثمر من الغش والتلاعب والمعلومات المضللة.

توجد في الجزائر ثلاث هيئات رئيسية، تتولى تنظيم البورصة والمتمثلة في:

1- **لجنة التنظيم ومراقبة عمليات البورصة** COSOB: تمثل سلطة تنظيم مستقلة، تتمتع بالشخصية المعنوية والذاتية المالية، تم إنشاؤها بموجب المرسوم القانوني رقم 10- 93 المؤرخ في 23 ماي 1993 المعدل والمكمل والمتعلق ببورصة القيم المنقولة.[203]

1-1- **مهام اللجنة**: تتمثل مهام اللجنة فيما يلي:

ـــ حماية المستثمرين في القيم المنقولة: أو كل منتج مالي يعطي حقا في الطلب العمومي للادخار .

ـــ مراقبة السوق: تسهر اللجنة على حسن سير وشفافية السوق، من خلال مراقبة نشاط المتدخلين في البورصة، ومنع كل تلاعب بمعطيات السوق. [204]

1-2- **صلاحيات لجنة التنظيم ومراقبة عمليات البورصة**: تتمثل فيما يلي:

ـــ الصلاحيات القانونية: تقوم اللجنة بنشر القواعد المتعلقة بإجبارية الإعلام من طرف الجهات المصدرة في حالة العروض العمومية، قبول الإدراج ، ويخول للجنة كل الصلاحيات فيما يتعلق بتحديد قبول اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة، والقواعد المهنية وكيفية تطبيقها، وتلك المرتبطة بتسيير نظام تسديد/ تسليم القيم، كذلك شروط مفاوضة ومقاصة الأوراق المالية المسعرة على مستوى السوق.

ـــ صلاحية المراقبة: تقوم اللجنة أساسا بالسهر على احترام التنظيم والتشريع، بحيث ينشط السوق حسب القواعد التي تضمن الشفافية وحماية المستثمر، و الإشراف على حسن سير السوق، وذلك من خلال رقابة نشاطات كل المتدخلين، مع متابعة نشر وصحة المعلومة.

ـــ صلاحية التأديب والتحكيم: أهم ما تقوم به اللجنة، تقويم كل خلاف تقني ناتج عن العمل بالقوانين والتنظيمات الخاصة بعمليات االسوق،[205] أما الجانب التأديبي، فيخص الإنذار بسحب الاعتماد وقد يصل إلى سحبه نهائيا، بالإضافة إلى الغرامات المالية.[206]

2- **شركة إدارة بورصة القيم المنقولة** SGBV: نقدمها من خلال ما يلي:

---

[203] Le journal Official de la République Algérienne, N° 11 du 19 février 2003

[204] Voir :COSOB (Guide de la bourse) Edition M.L.P. Alger 1998, P29

[205] أحمد بوراس، أسواق رأس المال، مطبوعات جامعة منتوري، 2002، ص 142-143

[206] Site officiel de la cosob : http://www.cosob.com.dz/htm

2-1- **التعريف بشركة إدارة بورصة القيم المنقولة:** أنشئت شركة إدارة بورصة القيم المنقولة بتاريخ 25 ماي 1997 وفقا للمرسوم التشريعي 10-93 المؤرخ بـــ 23 ماي 1993، وهي شركة ذات أسهم ب 475.200.000 دج ، مؤسسوها :

- البنوك الوطنية : CNMA, CNEP, CPA, BNA, BADR, BEA, BDL
- شركات التأمين: CAAT, SAA, CCR, CAAR
- UNION BANK وهو بنك خاص.

يساهم في رأسمالها كل من بنك التنمية المحلية، البنك الجزائري الخارجي، بنك الفلاحة والتنمية الفلاحية، القرض الشعبي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، الصندوق الوطني للادخار والتوفير.[207]

2-2- **مهام شركة إدارة بورصة القيم المنقولة:** تقوم ش إ ب ق م بالمهام التالية :

- التنظيم العملي لإدراج الأوراق المالية في البورصة، والتنظيم الفعلي لحصص التداول في البورصة؛
- تسيير نظام التداول والتسعيرة؛
- تنظيم عمليات مقاصة المعاملات على الأوراق المالية؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة، وإصدار النشرة الرسمية لجداول للتسعيرة؛
- الارتقاء بالأوراق المالية المدرجة في السوق؛ ونقصد إتاحة كل البدائل المختلفة للأوراق المالية مما يساعد على جلب مستثمرين إليها؛[208]
- الارتقاء ببورصة الجزائر عن طريق منحها بعدها الاقتصادي والتنموي .

وقد تم إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ 02 جانفي1998، متمثلة في القرض السندي سوناطراك.

3- **المؤتمن المركزي:** نقدمه من خلال ما يلي:

3-1- **تقديم المؤتمن المركزي:** تم تأسيس المؤتمن المركزي على السندات (الجزائرية للتسوية)، طبقا للقانون 04 -03 المؤرخ في 17 فيفري 2003، وهو شركة ذات أسهم، يخضع قانونها الأساسي وتعديلاتها وكذا تعيين المدير العام والمسيرين، لموافقة الوزير المكلف بالمالية، بعد أخذ رأي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة. تتمثل مهامه فيما يلي :

- حفظ السندات الذي يمكّن من فتح حسابات لاسم المتدخلين المعتمدين؛
- افتتاح وإدارة الحسابات الجارية للسندات لصالح ماسكي الحساب، الحافظين المنخرطين فيه بمركز حفظ السندات، بتسهيل عملية توصيلها بين الوسطاء الماليين؛

---

[207] Site officiel de la SGBV : www.sgbv.dz

[208] نوال بن لكحل، مرجع سبق ذكره،ص 144

– تنفيذ العمليات على السندات التي تقررها الشركات المصدرة (دفع أرباح السهم، رفع رأس المال...)؛

– ترميز السندات المقبولة لعملياته وذلك حسب المقياس الدوليISIN [209].

ـــ نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.[210]

3-2- **مؤسسات المؤتمن المركزي**: يتكون رأسمال المستودع المركزي حسب المادة 19 مكرر3 (قانون رقم 04- 03 المؤرخ في 17 فيفري 2003) على السندات المقدر مبلغه بخمسة وستين (65) مليون دج من مساهمات مؤسسية وهم:

– البنك الخارجي الجزائري – القرض الشعبي الجزائري – البنك الوطني الجزائري

– بنك الفلاحة والتنمية الريفية – الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط – مجمع صايدال

– مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي – مؤسسة رياض سطيف

لا يفتح رأس مال شركة المستودع المركزي على السندات إلا لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، الشركات المصدرة للسندات، و الوسطاء في عمليات البورصة. ويعتبر كل من الخزينة العمومية وبنك الجزائر مساهمين في الشركة بحكم القانون، ويستطيعان ممارسة هذا الحق بناءً على طلبهما.

الفرع الثاني: **الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية في المغرب**: ندرس بشيء من التفصيل ما يتعلق بسوق الأوراق المالية المغربية.

1- شركة التسيير: بورصة قيم الدار البيضاء هي شركة مغفلة، تتوفر على مجلس إدارة وإدارة عامة، وهي خاضعة لوصاية وزارة الاقتصاد والمالية، مع مراعاة قواعد يحددها النظام العام لبورصة القيم المنقولة، أين رأسمالها مكتتب بالكامل وبحصص متساوية، من طرف جميع شركات البورصة المعتمدة، وتكمن مهمتها الأساسية في تسيير وتطوير بورصة دار البيضاء.

تتمحور مهامها حول النقاط التالية:

– قبول أو رفض إدراج القيم المنقولة للتسعير على مستواها أو شطبها؛

– تنظيم حصص التسعير عن طريق نظام الكتروني؛

– السهر على حسن سير العمليات، وإعلام مجلس المراقبة والتأديب بكل إخلال ملموس؛

– مراقبة ورصد حصة التداول؛

– إصدار ونشر معلومات السوق؛

– مساعدة الجهات المصدرة عند تداول قيمها المنقولة وعند تنفيذ عملياتهم المالية؛

---

[209] International Securities Identification Number

[210] أنظر القانون رقم 03-04 المعدل و المتمم للقانون رقم 93-10 من الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية.

- التدخل عند إتمام الصفقات المبرمة بين مختلف الأطراف؛
- ضمان حركة الأوراق المالية في حال عجز أحد الوسطاء[211].

2- شركات البورصة: تم تأسيس شركات البورصة سنة 1995 بمقتضى الظهير، المعتبر بمثابة قانون رقم 1ـ93ـ211 الصادر بتاريخ 21 سبتمبر 1993، وتم الترخيص لها من طرف وزارة الاقتصاد والمالية.

تحتكر هذه الشركات السمسرة في سوق البورصة، ويتمثل نشاطها في تنفيذ الصفقات على القيم المنقولة، إيداع وحفظ الأوراق المالية، إدارة محافظ القيم المنقولة بمقتضى وكالة، وتنشيط السوق. وهي الوحيدة المخولة بتأدية، وبطريقة مباشرة، مهنة الوساطة والمفاوضة على مستوى البورصة.

يفوق رأس المال الاجتماعي لشركة البورصة 1.5 مليون درهم، عندما تقتصر مهامها حول تنفيذ عمليات البورصة، ولابد أن يفوق 5 مليون درهم عندما تضمن كذلك حفظ القيم والتسديد.

3- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة بالمغرب: فتحت هذه الهيئات مع بداية سنة 1995 للمؤسسات وفي مارس 1996 للأفراد، واستطاعت خلال سنتين من انطلاقها، تجميع ما يقارب 7 ملايير درهم، أي ما يمثل 5% من ودائع البنوك التجارية، ويعود لها الفضل في النتائج الايجابية المحققة عقبها، حيث انتقلت الرسملة البورصية في ظرف 5 سنوات من 20 مليار درهم إلى 120 مليار درهم. ويرجع نمو هذه الأصول المسيرة أساسا إلى التطور المستمر للسوق وهذا انطلاقا من سنة 1995، انخفاض معدلات الفائدة، وترشيد المدخرين والمستثمرين الصغار.

4- مجلس المراقبة للقيم المنقولة: تم إنشاء المجلس سنة 1994، وهو مؤسسة عمومية تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية، وهو يمثل السلطة المكلفة بمراقبة السوق، كما هو مكلّف بضمان حماية مصالح المدخرين.

يسيّر المجلس من طرف مجلس الإدارة تحت رئاسة وزير المالية، ويضم وزير العدل، محافظ بنك المغرب وثلاث شخصيات من خبراء الاقتصاد والمال يعينهم وزير المالية. وتتلخص مهام مجلس المراقبة في:

- حماية الادخار المُستثمَر في القيم المنقولة، أو أيَّ توظيف آخر يتم بواسطة طرح أوراق مالية للاكتتاب لدى العموم.
- السهر على موافاة المستثمرين في القيم المنقولة، بالمعلومات الضرورية وضمان وضع ونشر جميع المعلومات القانونية والتنظيمية اللازمة.
- ضمان حسن سير سوق القيم المنقولة بالسهر على شفافيته ونزاهته وسلامته.
- ضمان مراعاة واحترام مختلف المقتضيات القانونية والتنظيمية التي يخضع لها السوق المالي.[212]

---

211 http://www.casablancabourse.com/bourseweb/ar/content 31/01/2011
212 Site officiel de la bourse de Casablanca : www.casablancabourse.com

5- جمعية المهنيين لشركات البورصة: هي جمعية مهنية تضم مجموع شركات البورصة، التي تعمل في سوق البورصة المغربي وتتجلى مهمتها في المساهمة في تطوير مهن شركات البورصة والخدمات الاستثمارية في السوق المالي المغربي، وتمثيل أعضائها لدى باقي الفاعلين في السوق ولدى السلطات العمومية.

6- المستودع المركزي Maroclear : تم إنشاء ماروكلير بمقتضى القانون رقم 35 ـــ96 الصادر بتاريخ 9 جويلية 1997 القاضي بتحويل القيم المنقولة من الشكل المادي إلى الشكل الرمزي الإلكتروني (بتجريد القيم المنقولة). وتتلخص مهمته في:

- الاحتفاظ بالقيم المقبولة بعملياته، وتسهيل المداولة وتبسيط الإجراءات الإدارية للحسابات الجارية الخاصة بالقيم المنقولة والمفتوحة باسم المعنيين (البنوك، الجهات المصدرة، شركات البورصة وهيئات التوظيف الجماعي)؛
- يمارس مراقبة مسك محاسبة الأوراق المالية للبنوك وشركات البورصة؛
- حفظ حسابات الأوراق المالية للشركات الأعضاء فيها والسهر على حركة وإدارة هذه الحسابات؛
- مركزة حفظ الأوراق المالية في حسابات جارية مفتوحة، حصريا باسم المهنيين أي البنوك وشركات البورصة والجهات المُصدرة؛
- إدارة نظام التسوية وتسليم الأوراق المالية؛
- تبسيط ممارسة الحقوق المرتبطة بالأوراق المالية.[213]

الفرع الثالث: الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية في تونس: أدت الإصلاحات إلى إصدار قانون نوفمبر 1994، الذي أدى إلى تنظيم السوق المالي وإحداث التغيير الجذري على مستوى السوق، فصل هذا القانون بين وظيفة المراقبة ووظائف التسيير داخل السوق، بحيث سمح بخلق هيئات جديدة متمحورة حول أربع (04) مؤسسات متخصصة ومستقلة هي:

1- بورصة القيم المنقولة بتونس BVMT : تتمثل مهامها في تسيير السوق والعمل على تطويره، متابعة إدراج شركات جديدة للتسعيرة على مستوى البورصة مع تسعيرة القيم في أحسن الظروف للحماية والشفافية ، ثم قيادة نظام التسعير و نشر المعلومات البورصية ومؤشرات السوق مع ضمان حسن ختام المداولات من خلال تسيير صندوق ضمان السوق.[214]

أما مهنة وسطاء البورصة (شركات البورصة أو أعوان الصرف)، فتحددت بموجب المرسوم رقم 99-2478 الحامل للقانون الأساسي للوسطاء، حيث "يتمثل وسطاء البورصة في أشخاص طبيعيين أو

---

[213] Voir : la loi n° 35-96 relative à la création d'un dépositaire central et a l'institution d'un régime général de l'inscription en comptes de certaines valeurs, telle que modifiée et complétée par la loi n°43-02 publiée au bulletin officiel n°5210du 06 mai 2004.

[214] Meriem Benchabane, étude comparative des marchés financiers maghrébins, memoire en vue d'obtention du diplôme de magistere, option : monnaie –finance- banque,université Mouloud Maameri, Tizi ouzou, 2012, P 126

معنويين، مكلفين بتسجيل ومفاوضة القيم المنقولة، والتي تحصلت مسبقا على تأشيرة من مجلس السوق المالي.

2- مجلس السوق المالي: تم إنشاء المجلس حسب القانون رقم 117- 94 المؤرخ في 14 نوفمبر1994، وهو هيئة عمومية تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلالية المالية، مهامه :[215]

- ضمان مراقبة البورصة، الوسطاء، شركة الإيداع والمقاصة وعمليات تسديد القيم المنقولة؛
- وضع القواعد التنظيمية من أجل التسيير الحسن للسوق؛
- مراجعة نوع المعلومة الموضوعة تحت تصرف الجمهور، عند طلب الإدراج في البورصة ثم قبول أسعار الاكتتاب، وإعادة شراء أسهم بورصة القيم وتعيين الخبراء من أجل التقييم؛
- ضمان شفافية المعلومة المالية المنشورة من طرف المؤسسات المسعرة في البورصة؛
- نشر المعلومات المتعلقة بعمليات التسعير، التقارير والإحصائيات البورصية؛
- التأكد من إتمام الصفقات المبرمة على مستوى السوق؛
- حق إعطاء الرأي بالقبول أو الرفض في حالة طلب إدراج قيم جديدة.[216]

3- المستودع المركزي STICODEVAM: تم تأسيس المستودع المركزي سنة 1994، وهو هيئة مغفلة متمثل في الشركة التونسية للمهنيين من أجل المقاصة، وإيداع وتسوية القيم المنقولة. وتتمثل أهم مهامه في :[217]

- استقبال القيم المنقولة سواء كانت مسعرة أو غير مسعرة على مستوى البورصة؛
- فتح حسابات لصالح المصدرين، الوسطاء في البورصة ومالكي القيم المنقولة؛
- تسجيل الرهونات والضمانات وكل الأعباء الواقعة على القيم المنقولة؛
- ضمان تسوية وحسن ختام عمليات المقاصة وتسديد العمليات في البورصة.[218]

---

[215] صايفي عمار، مرجع سبق ذكره، ص 143

[216] Site officiel du conseil du marché financier tunisien : http://www.cmf.org.tn/

[217] Site officiel du STICODEVAM : http://www.sticodevam.com/site/fr/index.php

[218] القانون رقم 14-117 المؤرخ في 14 نوفمبر 1994، والموجه لإعادة تنظيم السوق المالي التونسي

جدول رقم (8): مساهمات STICODEVAM

النوع	الاسم
23 وسيط في البورصة نسبة المساهمة 76.656%	Amen Invest AFC :Arab Financial Consultants Attijari intermediation AXIS CAPITAL BOURSE Best Invest BIAT Capital BNA Capitaux CGF : Compagnie Gestion et Finance CGI : Compagnie Générale d'Investissement FINA CORP INI : Intermediare International MAC-SA : Mohamed Abdelwahab Cherif MAXULA BOURSE SBT : Socité de bourse de tunis. SCIF : societé de conseil d'intermediation financiere. MCP : MENA Capital Parteners SIFIB-BH : Socité d'ingenierie financiere. SOFIGES : Societé financiere de gestion. TSI : societé tuniso-seoudienne d'intermediation. T-VAL : tunisie valeurs. UBCI finance. UFI : union financiere
7 بنوك نسبة المساهمة 23.435%	Amen BANK ATB: Arab Tunisian Bank BH:Banque de l ' Habitat BIAT:Banque Internationale Arabe de Tunisie BT:Banque de Tunisie STB :societé tunisienne de banques UBCI :union bancaire pour le commerce et l'industrie

Source: élaboré par le chercheur : Rapports annuels de STICODEVAM 2000-2011

4- صندوق ضمان السوق: تم تأسيسه وفقا لقرار البورصة المؤرخ في 13 فيفري 1997 والمعدل حسب المراسيم لـــ 9 سبتمبر 1999 ولـــ 24 سبتمبر 2005 ثم لمرسوم 24 سبتمبر 2007 من المادة 12.

يتكون الصندوق من وسطاء في البورصة، موجه لضمان حسن سير عمليات المفاوضة على مستوى السوق.

يعتبر الصندوق بمثابة خزينة ممولة من طرف الوسطاء في البورصة، لمواجهة عدم القدرة على السداد، فهو يعد مرحلة لحل العمليات قبل اللجوء إلى شركة المقاصة.

يهدف كذلك لضمان حسن ختام المبادلات على مستوى السوق، بضمان التسديد من خلال المساهمات الموضوعة تحت تصرفه، في حالة إخلال أحد الأطراف من الوسطاء.[219]

---

[219] Voir : - rapport bvmt 2011
- fonds de garantie de marché, geré par la BVMT :
www.bvmt.com.tn/documentation/Reglements/pdf

المطلب الثالث: قيد الشركات واعتماد الوسطاء في سوق الأوراق المالية في البلدان الثلاثة

نسجل أنه من أهم عوامل نشاط وحيوية السوق المالي، عدد الشركات المدرجة وخبرة ووفرة الوسطاء المتدخلين على مستواها، وسوف نعالج الأمر على مستوى الدول الثلاث .

الفرع الأول: قيد الشركات واعتماد الوسطاء في سوق الأوراق المالية في الجزائر: حتى يتم إدراج أي شركة على مستوى بورصة الجزائر، ينبغي أن تحقق مجموعة من الشروط وهي:

- أن تكون الشركة ذات أسهم، طبقا لما هو منصوص عليه في أحكام القانون التجاري الجزائري؛
- تقديم تقريرا تقييميا لأصولها، يعده خبير مصنّف من أعضاء هيئة المحاسبين المعتمدين الجزائريين؛
- إثبات وجود هيئة مراجعة داخلية للشركة ذات تقدير و تقييم من طرف محافظ الحسابات ؛
- نشر القوائم المالية المصادق عليها لسنتين ماليتين سابقتين للسنة التي تم فيها تقديم طلب القيد؛
- تحقلق أرباحا خلال السنة المالية التي سبقت سنة تقديم الطلب؛
- تقديم مذكرة إعلامية مصادق عليها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة البورصة؛[220]

يشترط على المؤسسة التي ترغب في أن يتم قبولها في البورصة، أن تقدم لــ (COSOB) ملف معلومات يتضمن أربعة أجنحة :

الجناح الأول: وثائق عامة حول المؤسسة تضم ما يلي:

- رسالة تطلب من خلالها المؤسسة قبول أسهمها وسنداتها للتداول في البورصة؛
- وصف عام لأنشطة المؤسسة وفروعها، تتضمن قائمة أعضاء مجلس الإدارة، ومجلس المراقبة بالإضافة إلى أهم مسيري المؤسسة؛
- قائمة المؤسسات المكلفة بالخدمات المالية للمؤسسة، تضم نسخة عن النشر في النشرة الرسمية في الإعلانات القانونية للبيان، ومشروع البيان الإعلامي الخاضع لــ COSOB.

الجناح الثاني: الوثائق المتعلقة برأسمال المؤسسة.

الجناح الثالث:الوثائق الاقتصادية والمالية:

- تعليمة حول نشاطها الصناعي والتجاري؛
- الوضعية المالية للمؤسسة مرفقة بالميزانية العامة للخمس سنوات السابقة للطلب؛
- نسختين من حساب النتائج؛
- جدول توزيع الأرباح وتقرير تحليلي يوضح الأرباح والخسائر.

الجناح الرابع: الوثائق القانونية:

- خمس نسخ من القوانين الأساسية لآخر وضعية لها؛
- خمس نسخ من الشهادات لكل صنف من القيم المنقولة؛
- خمس نسخ تبين أن المؤسسة قد سددت الضرائب المستحقة؛

---

[220] Meriem Benchabane.opcit. P182

– وثيقة لكل العقود الهامة والتي تكون المؤسسة طرفا فيها.[221]

1–شروط الإدراج على مستوى السوق الرئيسي: تتمثل شروط الإدراج على مستوى السوق الرئيسي (2010) حسب نوع القيمة المنقولة التي تطلب المؤسسة تسعيرها.

1–1 ــ شروط الإدراج بالنسبة للأسهم: يجب على الشركة التي تطلب قبول سندات رأسمالها في التداول، أن يكون لديها رأسمال محرر (رأس مال في ذمة الشركة)، لا تقل قيمته عن خمسمائة مليون دينار جزائري، ولابد من طرح أو وضع في متناول الجمهور أسهما تساوي على الأقل 20% من رأسمال الشركة كآخر أجل يوم الإدراج، مع توزيع الأسهم على أكثر من 150 مساهم يوم الإدراج.

1–2 ــ شروط الإدراج بالنسبة للسندات: يجب أن تكون الشركة المصدرة شركة أصل (شركة بأسهم) وليس شركة ضمان،مع رفع رصيد إجمالي الإصدار إلى خمسمائة مليون دينارجزائري،في حين كان يشترط أن يكون على الأقل مساويا لمئة مليون دينارجزائري يوم الإدراج، كما تم إلغاء الشرط الذي يقضي بأن يكون إجمالي هذا الدين موزعا على أكثر من مئة شخص في أجل أقصاه يوم دخولهم البورصة.

2– الوسطاء في عمليات البورصة IOB : لإرسال أمر شراء أو بيع إلى البورصة، يجب الاتصال حتما بوسيط في عمليات البورصة معتمد من طرف لجنة التنظيم COSOB، ويشترط في الوسيط أن يكون مؤهلا، لما له من دور فعال في تحريك عمليات البورصة، وقد لخص المرسوم التشريعي رقم 93/10 المؤرخ في 93/05/23 مهام الوسيط في القيام بتداول الأوراق المالية في البورصة لصالح زبائنه، وبالسعي لإبرام الصفقات بأحد النشاطات.

2–1 ــ شروط اعتماد الوسطاء في سوق الأوراق المالي بالجزائر: يشترط على الشخص الطبيعي الوسيط سنا لا يقل عن 25 سنة، وشهادة ليسانس في التعليم العالي، وأن يكون نزيها ويملك محلا لممارسة نشاطه، وعليه أن يقدم طلب الاعتماد لدى COSOB. أما الشخص المعنوي الوسيط، فيشترط عليه امتلاك رأسمال أدنى قدره 1.000.000 دج ، ومحلات ملائمة، ويكون مقر الشركة بالجزائر ، وأن يودع الطلب لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة .

2–2 ــ الوسطاء المعتمدون في الجزائر: هم على النحوي التالي:

- البنوك الوطنية: BDL /BEA/BADR/BNA/CPA/CNEP/NMA.
- شركات التأمين: SAA/ CAAT/ CAAR/ CCR.
- البنك الخاص: UNION BANK.

و ابتداء من 1998/07/15 كان الوسطاء في بورصة الجزائر كالآتي:

[221] Bourse d’Algérie, guide pratique de l’introduction en bourse, P07

الجدول رقم (09): الوسطاء في بورصة الجزائر

مؤسسة من طرف	الرمز	الاسم
CNMA/BEA/CCR	ELRAGHA EL MALI	– الراشد المالي
CPA/CNEP/CAAT	SOGFI	– المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف
BNA/BDL/SAA	SOFICOL	– المؤسسة المالية العامة.
CAAR/BADR	SPVM	– مؤسسة توظيف القيم المنقولة
UNION BA NK	UNION BROCHER AGE	– شركة خاصة

المصدر: منشورات SGBV سنة 2000

الفرع الثاني: **قيد الشركات واعتماد الوسطاء في سوق الأوراق المالية في المغرب**: نفصّلها فيما يلي:

1 ـــ **شروط التسجيل على مستوى سوق الأسهم**: إذا تم تسجيل الشركة في أحد الأسواق الخاصة بتسعير الأسهم، فلا يعدّ هذا التسجيل نهائيا، إذ يمكن ترحيلها إلى سوق آخر إذا توفرت فيما بعد شروط البقاء في السوق المستهدف: السوق الرئيسي، سوق التطوير أو سوق النمو.

تختلف هذه الشروط من سوق لآخر وذلك حسب عدد الأوراق المالية قيد التداول[1].

جدول رقم (10): الشروط الأساسية للتسجيل في سوق الأوراق المالية في المغرب

	سوق النمو	سوق التطوير	السوق الرئيسي
حجم الشركات	الشركات ذات النمو السريع	الشركات متوسطة الحجم	الشركات الكبرى
رأس المال الأدنى	لم يتم وضع أي حد أدنى	لم يتم وضع أي حد أدنى	50 مليون درهم
حجم المعاملات الأدنى	لم يتم وضع أي حد أدنى	أكثر من 50 مليون درهم	لم يتم وضع أي حد أدنى
عدد السنوات المالية المصادق عليها	1	2	3
الحسابات الموطدة	غير إلزامي	غير إلزامي	نعم*إذا كانت للمؤسسة فروع

Source: site official bourse Casablanca (www.casablanca-bourse.com)

1 - Prospectus bourse Casablanca 2012

جدول رقم (11) : الشروط الإضافية للتسجيل في سوق الأوراق المالية في المغرب

	سوق النمو	سوق التطوير	السوق الرئيسي
عدد الأسهم الأدنى المصدرة	30.000سهم	100.000سهم	250.000 سهم
المبلغ الأدنى للإصدار[222]	10ملايين درهم	25 مليون درهم	75مليون درهم
اتفاقية التنشيط	غير إلزامية	لسنة واحدة	غير إلزامية

Source: site official bourse Casablanca (www.casablanca-bourse.com)

2- شروط التسجيل على مستوى سوق الجملة: هي كالآتي:

- تقديم عدد من الأوراق الذي يكون على الأقل بالقيمة الدنيا للجملة، والمحددة من طرف بورصة الدار البيضاء حسب نوع كل قيمة وحجم المعاملات، ويكون التسعير ضمن المجال المحدد على قائمة السوق.

جدول رقم (12) : شروط التسجيل على مستوى سوق الجملة للدار البيضاء

الجهة المصدرة	عدد السنوات المالية المصادق عليها[223]	
	الحسابات المُوطَّدَة	نعم (إذا كان للشركة فروع)
إصدار السندات	المبلغ الأدنى اللازم إصداره بملايين الدرهم	20 مليون درهم
	مدة الاستحقاق الدنيا	سنتان

Source: site official bourse Casablanca :(www.casablanca-bourse.com)

3- **مراحل الإدراج:** يتم إدراج المؤسسات في البورصة على مراحل نوجزها فيما يلي:

3-1- اللجوء إلى خدمات الوسيط المالي: يقدم الوسيط المالي أو المنسق العام للعملية (بنك أعمال)، العون والمساعدة والإرشادات اللازمة قبل وخلال العملية.

3-2- **المصادقة على ملف العملية:** لاجتياز هذه المرحلة، يتعين اللجوء إلى هيئتين:

- مجلس القيم المنقولة: يمثل سلطة المراقبة للسوق، وهو أول من يستلم ملف إدراج الشركة في البورصة. يقوم المجلس بالتحقق من المعلومات الخاصة بالعملية من خلال التأكد من مطابقتها للقواعد الجاري بها العمل. يعطي مجلس القيم في نهاية هذه المرحلة،تأشيرته بعد موافقة بورصة الدار البيضاء.

---

[222] المبلغ الأدنى اللازم إصداره هو مجموع ما تريد جمعه على سوق البورصة. وهو يمثل عدد الأوراق المالية المطروحة على العموم مض في سعر الإدراج المعتمد

[223] مدة الاستحقاق الدنيا هي المدة الدنيا للاقتراض السندي

-بورصة الدار البيضاء: تتدخل من خلال المساعدة في اختيار إجراء أول عملية تسعير، بإصدار إعلان الموافقة على العملية، ثم تحديد الجدول الزمني النهائي للعملية.

3-3- **تنظيم عمليات الاكتتاب**: بعد قبول ملف العملية، يعين المستشار المالي للشركة نقابة التوظيف، التي ستتولى توظيف الأوراق المالية الخاصة بالشركة لدى العموم.

3-4- **تسعير الأوراق المالية**: هي مرحلة الإدراج الفعلي للشركة في البورصة، تُسمى كذلك أول يوم تسعير، وابتداء من هذه اللحظة، سيتم رسميا تسعير الشركة في البورصة.

4- **الوسطاء في البورصة**: توجد جملة من الشركات تتولى عملية الوساطة في البورصة نوردها فيما يلي:

4-1 شركات البورصة: تحتكر هذه الشركات السمسرة في سوق البورصة، يتمثل نشاطها في تنفيذ الصفقات على القيم المنقولة، إيداع وحفظ الأوراق المالية، إدارة محافظ القيم المنقولة بمقتضى وكالة، وتنشيط سوق القيم المنقولة المدرجة للتداول، كما تقوم بتوظيف السندات ومسك الحسابات والاستشارة، وتقديم المساعدة في إطار عمليات مالية وتدبير برامج إعادة اقتناء الأسهم.

4-2 **الشركات المسيرة**: هي شركات مساهمة تتولى تدبير هيئات التوظيف الجماعي، تخضع الشركات المسيرة، باستثناء الشركات المسيرة لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، إلى اعتماد من الوزير المكلف بالمالية بعد استطلاع رأي مجلس القيم المنقولة، هذه الشركات هي كالآتي:

ــ الشركة المسيرة لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة: هي شركة مساهمة يقتصر غرضها حصرا على تدبير شؤون شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير والصناديق المشتركة للتوظيف. دورها القيام بتدبير محفظة القيم المنقولة والسيولة، التي تملكها هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة وتبادر بعمليات الشراء والبيع لفائدة الصناديق التي تتولى تدبيرها.

ــ الشركة المسيرة لهيئات توظيف الأموال بالمجازفة: هي شركة مساهمة، يقتصر غرضها حصرا على تدبير شؤون شركات رأس المال المجازفة والصناديق المشتركة لتوظيف الأموال بالمجازفة.

ــ الشركة المسيرة لصناديق التوظيف الجماعي للتسنيد: هي شركة مساهمة، يقتصر غرضها حصرا على تدبير شؤون صناديق التوظيف الجماعي للتسنيد.

4-3 ماسكو الحسابات: مسك الحسابات نشاط يقوم من خلاله وسيط مالي بفتح حسابات السندات وبتسجيل العمليات على السندات، وبحفظ الأصول لفائدة زبائنهم من خلال مايلي:

- حفظ السندات: يتعلق هذا النشاط بمسك المحاسبة السندية للحسابات الجارية للزبائن، لتحديد المخزونات والتدفقات المتعلقة بإتمام المعاملات بالبورصة.

- خدمات مقدمة للمصدرين: يمكن لماسكي الحسابات تقديم خدمات إلى المصدرين، في إطار العمليات على السندات.

– مسك الحسابات تحت التوكيل: يمكن لماسك الحسابات تدبير من الباطن نشاط مسك الحسابات لدى ماسك آخر للحسابات، بموجب وكالة التدبير.

– مسك الحسابات لفائدة الوسطاء الأجانب: يمكن أيضا لماسكي الحسابات، تقديم خدمات نوعية تتعلق بمسك الحسابات للوسطاء الأجانب، الذين يستثمرون بالسوق المالي المغربي.

الفرع الثالث: قيد الشركات واعتماد الوسطاء في سوق الأوراق المالية في تونس: نقدمها كمايلي:

1- **الشروط المطلوبة للإدراج بالبورصة:** يتطلب الإدراج بأحد هذه الأسواق: المنظمة وغير المنظمة أن تتوفر في الشركة الشروط التالية:

- نشر القوائم المالية السنوية للشركة بالنسبة للسنتين الأخيرتين مصادق عليها؛
- توزيع نسبة لا تقل عن 10 % من رأس مال الشركة على العموم؛
- تقديم تقريرا عن قيم أصول الشركة؛
- توفير تنظيم مناسب وهياكل رقابة داخلية وهياكل رقابة للتصرف؛
- تقديرات أنشطة الشركة لمدة خمس سنوات مرفقة برأي مدقق حسابات؛
- نشرة إدراج بالبورصة مؤشرا عليها من قبل هيئة السوق المالية.

كما يتضمن الطلب تعهدا من قبل الشركات المرشحة للإدراج بالبورصة، بأن تضع على ذمة السوق وبصفة مستمرة كل المعلومات التي تعنيها، حيث تلتزم الشركة، كحد أدنى، بنشر المعلومات المتعلقة بالقوائم المالية النصف سنوية والسنوية، ومؤشرات الربع سنوية حول نشاط.[224]

2- **اعتماد الوسطاء في بورصة تونس:** يتم اعتماد الوسطاء في بورصة تونس للأشخاص الطبيعيين والمعنويين الراغبين في ممارسة نشاط الوساطة بالبورصة وهذا بعد استيفائهم للشروط المحددة كما يلي:

2-1- الأشخاص الطبيعيون: على الأشخاص الراغبين في ممارسة نشاط الوساطة بالبورصة، أن يكونوا :

- من جنسية تونسية؛
- مقيمين بتونس؛
- متمتعين بحقوقهم المدنية والسياسية؛
- قادرين بدنيا وعقليا على القيام بأنشطتهم؛
- محصلين على الأستاذية أو شهادة معادلة؛
- لديهم خبرة لا تقل عن خمس (5) سنوات في ميدان الوساطة بالبورصة؛
- قد اجتازوا تحت إشراف هيئة السوق المالي، اختبارا في الكفاءة المهنية ؛[225]

---

[224] Guide de l'introduction des sociétés en, bourse, Tunisie
www.bvmt.com.tn/documentation/market-infos/pdf/Listing-guide.pdf

[225] صايفي عمار، مرجع سابق، ص 150

2-2- الأشخاص المعنويون: على الشركات المغفلة والراغبة في ممارسة نشاط الوساطة المالية بالبورصة أن تكون:

- ذات جنسية تونسية؛
- أن يكون غرضها ممارسة نشاط تداول وتسجيل الأوراق والأدوات المالية بالبورصة؛
- أن تقدم ما يفيد توفر الموارد البشرية والمالية اللازمة لتعاطي نشاط الوساطة بالبورصة؛
- أن لايقل رأسمالها المدفوع عن مليون دينار، إذا كانت الشركة ترغب في ممارسة نشاطات التداول وتسجيل الأوراق والأدوات المالية بالبورصة، أو ثلاثة ملايين دينار، إذا كانت الشركة ترغب إضافة إلى الأنشطة المذكورة أعلاه في ممارسة أنشطة التدخل للحساب الخاص، والتخصص في صناعة السوق وتغطية الإصدارات.[226]

2-3- الوسطاء المعتمدون في بورصة تونس: يبلغ عدد الوسطاء المعتمدين في بورصة تونس 24 وسيطا وهم كما يلي:

- الشركة المالية الدولية للوساطة في البورصة؛
- الشركة التونسية للأوراق المالية؛
- الأمان للاستثمار؛
- شركة مالك للوساطة بالبورصة؛
- شركة التمويل والاستثمار بشمال إفريقيا؛
- الشركة التونسية للوساطة؛
- البنك القومي الفلاحي لرؤوس الأموال؛
- الشركة التونسية للبنك رأس المال؛
- شركة المستشارين العرب؛
- أكسيس؛
- التونسية السعودية للاستثمار؛
- مكسولا بورص؛
- الشركة المالية العالمية للبورصة؛
- شركة التصرف والمالية؛
- المالية للتوظيف والتصرف؛
- الجنوب للاستثمار؛
- الشركة المالية للتصرف؛

[226] الأمر 2478 لسنة 1999 والمؤرخ في 10 نوفمبر 1999 المنقح بالأمر عدد 1678 المؤرخ في 05 جويلية2007

- الاتحاد البنكي للتصرف والصناعة المالية؛
- بنك التمويل السعودي التونسي للاستثمار؛
- الوسيط الدولي؛
- الشركة العامة للاستثمار؛
- الاتحاد المالي؛
- شركة الوساطة والاستشارة المالية؛
- شركة الإرشاد للوساطة المالية و الاستثمار.

2-4- جمعية الوسطاء في البورصة: تم تأسيس جمعية الوسطاء في البورصة حسب المادة 61 من القانون رقم 94-117 ، الذي ينص على تنظيم السوق المالي التونسي، الذي يهدف إلى حماية مصالح الوسطاء، وهي مكلفة بإبداء رأيها في المسائل المتعلقة بالمهنية والتخصص أمام سلطات السوق، تقديم اقتراحات من وحي الخبرة لصالح ترقية السوق، وتسيير صندوق ضمان السوق.[227]

[227] قانون عدد 49 لسنة 1989 مؤرخ في 8 مارس 1989 المتعلق بالسوق المالي التونسي

المبحث الثاني: كفاءة الأسواق المالية في البلدان المغاربية

نحاول من خلال هذا المبحث، دراسة كفاءة الأسواق المالية المغاربية، من خلال مدى تحقق شروط الكفاءة الكاملة على مستوى هذه الأسواق من خلال:

المطلب الأول: الأدوات المالية وشركات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية المغاربية

يعتبر توفر الأدوات المالية وشركات الاستثمار وسوق نشط للإصدار والتداول، من أهم محددات الاستثمار في الأسواق المالية. ومن خلال هذا المطلب نتعرض إلى مدى تشكيلة وتنوع القيم المتعامل بها على مستوى أسواق الأوراق المالية المغاربية من خلال:

- الأدوات المالية وشركات الاستثمار في كل من الدول الثلاث؛
- تطور سوق الإصدار في الدول الثلاث؛
- تطور سوق التداول في الدول الثلاث.

الفرع الأول: الأدوات المالية وشركات الاستثمار في السوق الجزائري: و هي كالآتي:

1- الأدوات المالية المتداولة: تشمل الأدوات المالية المتداولة في السوق الجزائري على أدوات تحويل الادخار طويل الأجل إلى الاستثمار والتوظيفات المالية، وكذلك سندات الدين التي تعتبر مصدرا أساسيا لتمويل المؤسسات .

1- 1 ــ **الأسهم**: يحدد القانون التجاري الجزائري أنواع الأسهم التالية:

- الأسهم العادية؛
- أسهم التمتع؛
- الأسهم ذات الأولوية في توزيع الأرباح؛
- الأسهم ذات الأذونات للاكتتاب في الأسهم؛
- السهم الخصوصي الذي تم إدخاله بموجب المرسوم التنفيذي 133- 96.[228]

1-2- **السندات**: إن تطور سوق السندات، يمثل مرحلة هامة في مسار انتقال الاقتصاد الجزائري إلى اقتصاد السوق، حيث يمثل التمويل عن طريق السندات، مصدرا متميزا في تمويل نمو الشركات، وتظهر مزايا هذا التمويل أولا من خلال كلفته الحقيقية المنخفضة، مقارنة بمصادر التمويل الأخرى، ومن خلال الوفورات الجبائية ذات الصلة. ويحدد القانون التجاري الجزائري أنواع السندات التالية:

- سندات عادية؛
- سندات المشاركة؛
- سندات ذات المعدل الثابت؛

---

[228] يمارس هذا الحق في حالة رفع الشركة القيمة الاسمية للسهم أو إنشاء أسهم جديدة عند الاقتضاء بتحويل الاحتياطي الذي هو ملكية المساهمين إلى رأسمال.

- سندات ذات المعدل المتغير.

1-3- **سندات الاستحقاق الشبيهة بالخزينة:** تقوم الدولة من أجل تلبية احتياجاتها التمويلية، من خلال الخزينة العمومية، بإصدار سندات الاستحقاق الشبيهة بالخزينة، وهي من الأدوات المالية طويلة الأجل.

تمنح سندات الاستحقاق الشبيهة بالخزينة مردودية أقل من مردودية القيم الأخرى المتداولة ذات المخاطرة الأكبر.

1-4 – **أوراق مالية أخرى:** والمتمثلة في:

- شهادات الاستثمار: تقترن بالأسهم فيما يتعلق بالحق في توزيع الربح في نهاية السنة، حق الإعلام، الاكتتاب والحصول على سند التصفية.

- سندات حق الانتخاب: يتم إصدارها بمناسبة قرار رفع رأس المال أو تجزئة الأسهم المصدرة سابقا. تمنح سندات حق الانتخاب لحامليها الحق في الانتخاب، دون أن تمنحهم عائدا إضافيا[229].

1-5 – **صكوك هيئات التوظيف الجماعي:** يمكن للمستثمرين من خلال بورصة الجزائر، شراء حصص من رأس مال هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

2- هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة: هي هيئات تهدف إلى تكوين حافظة القيم المنقولة، وتسيرها لحساب المدخرين، تستثمر في مختلف أنواع القيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى، وهي أنواع نذكرها فيما يلي :

2-1- **شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير:** هي هيئة تصدر أسهمها تماشيا مع طلبات الاكتتاب، حيث يعطي للمساهمين عددا من الحقوق، مثل إبداء رأيهم في تسيير الشركة وحق التصويت في الجمعية العامة.

تتميز طريقة التسيير هذه، والمنتشرة عبر العالم، بميزتين أساسيتين تتمثلان في: التقليص بشكل معتبر من نفقات وتكاليف التسيير، وكذا تمكين المتعهد من الترقية على مستوى شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير، من تنفيذ إستراتيجية استثمارية محددة.

2-2- **صندوق دعم الاستثمار من أجل التشغيل (FSIE):** يتمتع الصندوق بالقانون الأساسي "لشركة مساهمة ذات رأس المال المتغير". لقد شرع في نشاطه المتمثل في جمع اكتتابات الأشخاص الطبيعيين، على إثر تسليم تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وبناء على ذلك فقد استقبل الصندوق 1105 سهما اكتتبها خمسون (50) مساهما فيما يوافق مبلغا إجماليا قدره 198.000 دج.

يتكون رأسمال الصندوق من تخصيص مالي ابتدائي من السلطات العمومية، يأتي كذلك من الاكتتاب في رأس المال من طرف الأشخاص الطبيعيين .

---

229 guide des valeurs mobilières, Cosob, 2011,p7-8

يتولى الصندوق مهمة توجيه الادخار، الذي يتم جمعه لدى العمال الأجراء، في حدود النصف، نحو مشاريع التنمية الاقتصادية، من خلال أخذ مساهمات في شكل أسهم وسندات مساهمة.

2-3- **رأس المال الاستثماري:** يسمح بتعزيز رأس المال الخاص بالشركة التي تستفيد من التمويل وكذا بتحسين قدرات الاقتراض لدى البنوك، كما يسمح بإشراك شريك مالي يقدم خبرة وكفاءات في التسيير.

يحدد القانون لشركة رأس المال الاستثماري أقصى نسبة مشاركة بـــ **49%** في رأسمال الشركة ومدة مشاركة تتراوح من 5 إلى7 سنوات، قصد السماح لأكبر عدد ممكن من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الاستفادة من تدخلات الشركة، ويتم خروج رأس مال الشركة الممولة عموما، بواسطة الطرق التالية :

- إعادة شراء من قبل المساهم المقاول لمساهمة شركة رأس المال الاستثماري؛
- التنازل (بالتراضي) عن أغلبية رأس المال الاستثماري لمتعامل صناعي من القطاع أو لصندوق استثمار؛
- التنازل عن حصة من رأس المال عن طريق الولوج إلى البورصة[230].

في سنة 2006، قامت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتقديم رأيها بالموافقة بعد دراسة الملف لطلب الترخيص بممارسة نشاط رأس مال الاستثماري من طرف الشركة المالية الجزائرية-الأوروبية للمساهمة Finalep، يوجد لدى الشركة رأس مال قدره 191.700.000 دج، ويوجد ضمن المساهمين فيها بنك التنمية المحلية (40%)، و الوكالة الفرنسية للتنمية (28.74%)، القرض الشعبي الجزائري (20%) البنك الأوروبي للاستثمار (11.26%).[231]

شهدت سنة 2009 إنشاء أول شركة رأسمال استثماري تدعى" الجزائر استثمار "، وهي شركة ذات أسهم برأسمال قدره 1 مليار دينار جزائري، يحوزه بنكان عموميان هما: بنك الفلاحة والتنمية الريفية والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، في حدود نسبة (70%) و (30%) على الترتيب[232].

الفرع الثاني: الأدوات المالية وشركات الاستثمار في المغرب: وهي كالآتي:

1- الأدوات المالية المتداولة: تتنوع المنتجات المالية في السوق المالي المغربي كما يلي:

1-1 الأسهم: لم تعد الأسهم تمثّل بمستندات من ورق، كما كان الأمر عليه في الماضي، بل هي اليوم تمثّل من خلال تسجيل بسيط بحساب يحمل اسم المالك لدى مؤسسة معتمدة.

يعتبر مخطط الادخار بالأسهم، المحدث بموجب قانون المالية لسنة 2011 بالمغرب، إطارا قانونيا يسمح بتنمية محفظة الأسهم أو صناديق التوظيف (هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة بالأسهم).

---

230 يومية المجاهد 06-03-2011 الجزائر استثمار": الأكثر مواءمة لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة
http://www.elmoudjahid.com/ar/actualites/864

231 القانون رقم 11- 06 المؤرخ في 24 جويلية 2006، والمتعلق بشركة رأس المال الاستثماري، لاسيما المادة 10 منه،

232 تقرير كوسوب 2010

يتألف مخطط الادخار بالأسهم من:

- أسهم وشهادات الاستثمار المسومة ببورصة القيم المغربية، والصادرة عن شركات ذات قانون مغربي، وكذا حقوق التحويل والاكتتاب المتعلقة به ؛
- سندات هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة بالأسهم.

من أجل الاستفادة من الإعفاء الضريبي، يجب على المستثمر أن لا يقوم بأي عملية سحب، قبل انقضاء مدة خمس سنوات.

ابتداء من خمس سنوات من حيازة مخطط الادخار بالأسهم الخاص بالمستثمر، يمكنه القيام بسحب كلي أو جزئي لنقوده. يعتبر هذا السحب بيعا معفى من الضرائب.

1-2- **سندات الاقتراض:** هي السندات القابلة للتداول، والتي تسمح للمؤسسة بالحصول على أموال خلال فترة زمنية معينة، مما يسفر عن وجوب دفع فائدة (قسيمة) وتسديد مبلغ القرض الأولي حسب ترتيبات الإصدار.

هناك متغيرات أخرى تميّز هاته التوظيفات، بالنسبة لكل تغير معين لنسبة الفائدة داخل السوق :

- كلما كانت فترة التمتع طويلة، كلما كان تغير سعر سندات الاقتراض قويا. وتسمى هذه الآلية "أثر التمتع"، يتعلق الأمر بأخذ تأثير الزمن بعين الاعتبار.
- كلما كانت الفائدة المدفوعة صغيرة، كلما كان تغير الأسعار قويا. وتسمى هذه الآلية "أثر القسيمة".
- مع الاقتراب من الاستحقاق، يؤول سعر سندات الاقتراض شيئا فشيئا نحو سعر التسديد (ما عدا في حالة عجز المصْدِر عن دفع القسيمة أو تسديد الرأسمال).

2- **هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة:** تلعب هيئات التوظيف الجماعي دورا محوريا في الاقتصاد المغربي، لأنها تساهم في دعم وتقوية خبرة مسيري الشركات، وخصوصا الشركات الصغرى والمتوسطة، التي تحتاج أكثر من غيرها إلى الدعم، كما أنها تخلق عدة فرص للعمل والمساهمة في الإنتاج، وبالتالي تحقيق نمو اقتصادي يهدف إلى الرفع من فرص الاستثمار.

بلغت قيمة صناديق الاستثمار بالمغرب إلى غاية 2008 حوالي 2.4 مليار درهم، منها 45% خصصت للقطاع الصناعي، و25 % لقطاع المعلومات، و20 % للخدمات ثم 10 % لقطاع التوزيع.

تجدر كذلك الإشارة إلى أهمية صناديق الاستثمار في القطاع السياحي، التي كان آخرها تأسيس ثلاثة بنوك مغربية لصناديق استثمار سياحية جديدة، يشارك فيها مساهمون محليون وأجانب، برأسمال فاق 1.79 مليار دولار، وذلك لمواكبة مشروع «المخطط الأزرق» الذي يشمل بناء 6 مناطق سياحية تمتد على البحر الأبيض المتوسط والمحيط الأطلسي، لمضاعفة القدرة الاستيعابية للسياح، ويسمى

الصندوق الأول «هاتش بارتنيز» وقيمته نحو 800 مليون دولار، يقوده «التجاري وفا بنك» لبناء فنادق جديدة وقرى سياحية في عدد من المدن المغربية[233].

كما تمت الإشارة إلى تأسيس صندوق «مغرب سياحة فاند» برأسمال قدره 128 مليون دولار، من قبل شركة «آكتيف إنفست» التابعة لشركة «فاينانس كوم»، ومن بين المساهمين في الصندوق «الملكية الوطنية للتأمين» بحوالي 250 مليون درهم والصندوق المغربي للتقاعد بـــ 300 مليون درهم وشركة «مامدا» الخاصة بتأمينات المتقاعدين التابعين للقطاع الفلاحي بـــ 100 مليون درهم، و«اكسا للتأمينات» بـــ 150 مليون درهم والصندوق الوطني للضمان الاجتماعي بـــ 100 مليون درهم، و«بي.إم.سي.أو كابتال» بـــ 100 مليون درهم .

ارتفع عدد هيئات التوظيف الجماعي من 320 في سنة 2010 إلى 333 سنة 2011. تتفرع هذه الهيئات إلى شركات استثمار ذات رأس مال متغير (45 شركة في سنة 2011)، وصناديق التوظيف المشترك (288 صندوق سنة 2011)، أين تمثل هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة بسندات الاقتراض الحصة الأكبر بمجموع أصول يقدر بـــ 113.05 مليار درهم، أي ما يمثل 50% من مجموع أصول هيئات التوظيف الجماعي.[234]

2-1- **صناديق التوظيف الجماعي بالتسنيد** (FPCT): هو ملكية مشتركة، بدون شخصية معنوية، يهدف خاصة إلى اقتناء ديون لواحدة أو لعدة مؤسسات مبادرة، من خلال إصدار الحصص أو سندات الديون، وتُقبض تدفقات الفائدة والتسديد على هذه الديون، من قبل صندوق التوظيف الجماعي بالتسنيد، الذي يقوم بإعادة دفعها للمستثمرين المشترين للحصص أو لسندات الديون التي أصدرها.

لا يمكن للمستثمرين طلب إعادة شراء الحصص، أو طلب استرداد قيمة سندات الديون التي يملكونها من صندوق التوظيف الجماعي المصدر.

الديون التي يمكن لصندوق التوظيف الجماعي بالتسنيد اقتناؤها هي :

- ديون مؤسسات الائتمان والهيئات المعتبرة في حكمها؛
- ديون المؤسسات العمومية وشركات الدولة والشركات التابعة العامة؛
- ديون الأشخاص المعنوية المفوض إليهم أو الحائزين على إجازات استغلال المرافق العامة؛
- ديون المقاولات الخاضعة لمدونة التأمينات؛
- ديون تتوفر على ضمانات رهنية تكون في حيازة الهيئات غير تلك المذكورة سابقا؛
- ديون سندات الديون التي تمثل حق دين على الهيئة المصدرة.

---

[233] Casablanca Finance City : http://www.casablancafinancecity.com/?Id=94&lang=ar
[234] Voir :Guide pratique des OPCVM, Bourse de Casablanca 2010

2-2- **هيئات توظيف الأموال بالمجازفـــة:** تعتبر صندوق استثمار، تهدف إلى تمويل الشركات الصغرى والمتوسطة المغربية أساسا وغير المدرجة في البورصة، من خلال اقتناء سندات رأسمال وسندات ديون ، وكذا من خلال منح تسبيقات من الحساب الجاري للشركاء. و هناك شكلان قانونيان لهيئات توظيف الأموال بالمجازفة:

- الصندوق المشترك للتوظيف بالمجازفة (FCPR): هو ملكية مشتركة للأصول مصدرة للحصص ؛
- شركة الأموال بالمجازفة (SCR) : هي شركة أسهم.[235]

الفرع الثالث: الأدوات المالية وشركات الاستثمار في تونس: وهي كالآتي:

1- الأدوات المالية المتداولة: تتنوع المنتجات المالية في السوق المالي المغربي كما يلي يوفر السوق المالي التونسي مجموعة كبيرة من الأدوات المالية للمستثمرين، تستجيب كل واحدة منها إلى أهداف مغايرة حسب مستوى المخاطرة والمردودية أو السيولة المنشودة.

1-1- **سندات رأس المال:** توجد ثلاثة أنواع:

- الأسهم العادية؛
- الأسهم ذات الأولوية في الربح دون حق الاقتراع؛
- شهادات الاستثمار.

1-2- **سندات الدين:** تطرح الشركات سندات دين تسمى الرقاع، أما الرقاع التي تصدرها الدولة فإنها تسمى رقاع الخزينة القابلة للتنظير.

كل رقعة تمثل جزءا من قرض تطرحه أية شركة في البورصة، حامل الرقاع يصبح إذا دائنا للشركة.

يواجه حامل الرقاع مخاطر أقل من حامل السهم، لأن الرقاع تؤمن به ضمانات فيما يخص السداد والمردودية.

لكن في المقابل، لا يتمتع حامل الرقاع بنفس حقوق حامل السهم: فهو لا يتمتع بالحق في الأرباح ولا بحق التصرف أو الاقتراع.

1-3- **الأوراق المالية الهجينة:** يمكن للشركات أيضا إصدار ما يسمى بأوراق مالية هجينة، باعتبارها تأخذ بعض خصائصها من الرقاع و البعض الآخر من الأسهم.

هكذا، فإن الأوراق المالية الهجينة تحتوي في نفس الوقت على مزايا الرقاع، وكذلك على إمكانية تحقيق أرباحا مثل الأسهم.

---

[235] Site du ministère et des finances, Maroc Espace Pratique / Marché des capitaux / Intervenants du marché boursier Marocain / OPCVM
http://www.finances.gov.ma/portal/page?_pageid=53,17814155&_dad=portal&_schema=PORTAL

1-4- سندات مؤسسات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية: مؤسسات التوظيف الجماعي في الأوراق المـــالية هي عبارة عن هياكل تدير ـــ في إطار محافظ للأوراق المالية ـــ أدوات مالية مختلفة لحساب مدخرين لا يرغبون في الاستثمار بصفة فردية ومباشرة في البورصة، بل يريدون الانتفاع من تنوع المحفظة وكفاءة المتصرفين المختصين.[236]

2- مؤسسات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية: تمثل شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير، والصناديق المشتركة للتوظيف، أهم أنواع مؤسسات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية.

2-1- شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير: يتمثل غرض شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير في إدارة محفظة من الأوراق المالية، حيث يمثل رأس مالها القيمة السوقية للمحفظة ويقسم إلى حصص متساوية تسمى «أسهم شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير»، لذلك تتغير قيم أسهم شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير حسب تطور السوق وتركيبة المحفظة.

يوجد في تونس نوعان من شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير:

- شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير الرقاعية: تتكون محفظتها أساسا من سندات الدين.
- شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير المختلطة: تتكون محفظتها من سندات رأس المال ومن سندات دين[237]. ارتفع عدد هيئات التوظيف الجماعي في تونس من 98 شركة سنة 2010 إلى 106 شركة سنة2011، كما يلي:

الجدول رقم (13): تطور أنواع هيئات التوظيف الجماعي في تونس (2010-2011)

	2011	2010
شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير الرقاعية	32	33
شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير المختلطة:	74	65
المجموع	106	98

Source : http://www.bvmt.com.tn

2-2- الصندوق المشترك للتوظيف: لا يتمتع الصندوق المشترك للتوظيف في الأوراق المالية بالشخصية المعنوية، وهذا هو الفرق الأساسي مع شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير، شأنه في ذلك شأن تلك الشركات التي توكل إدارته إلى مختص، وأصوله إلى مودع لديه. مثل ما هو الشأن بالنسبة لشركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير، يخضع الصندوق المشترك للتوظيف لإشراف ورقابة هيئة السوق المالية حسب نفس الترتيب.

(236) Fadhel abdelkefi, OPCVM: organisation, risques et responsabilités Séminaire régional de la COSUMAF, Libreville-Décembre 2006

(237) هيئة السوق المالي التونسي، دليل الأدوات المالية ص 7

المطلب الثاني: نشر المعلومات على مستوى الأسواق المالية المغاربية

قد رأينا سلفا أن المعلومات وأنظمة الإفصاح المالي، تعد من أهم المقومات لكفاءة أسواق الأوراق المالية من خلال ما توفره من معلومات للمتعاملين، وعلى مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون في المعلومات المتاحة والمنشورة، وتلك التي تتدفق من قنوات متعددة عامة وخاصة، ومن حيث سرعة توفرها وعدالة فرص الاستفادة منها، وتكاليف الحصول عليها، بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للأوراق المالية وظروف سوق تداولها.

لقد أدت ثورة تكنولوجيا الإعلام والاتصال، وما أحدثته من تطور هائل في أنظمة المعلومات والاتصالات عبر شبكات الاتصال الحديثة، مثل الانترنت وأجهزة الكمبيوتر والهواتف النقالة وغيرها، إلى زيادة أهمية المعلومة في ازدهار وتطور بورصات الأوراق المالية، ونجاحها في تحقيق أهدافها في حشد وتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية المتاحة، وتحقيق التخصيص الكفء للموارد المالية(238).

نحاول في هذا المطلب رصد الكفاءة المعلوماتية على مستوى الأسواق المالية المغاربية، من خلال مصداقية نشر المعلومة وشموليتها وجودتها، ومدى احترام آجال النشر من قبل الشركات المدرجة في البورصة.

.بما أننا لم نتمكن من تتبع مدى مصداقية المعلومات المنشورة بالنسبة لكل القيم المسعرة على مستوى كل من الأسواق البورصية في البلدان الثلاثة محل الدراسة، عمدنا إلى حصر الإختلالات المنشورة من طرف مجالس المراقبة في هذه الأسواق.

الفرع الأول: نشر المعلومات على مستوى السوق المالي بالجزائر: نحلل ذلك من خلال ما يلي:

1- **تطبيق النظام المالي المحاسبي الجديد:** أدركت الشركات المسعرة على مستوى البورصة التغيرات الهامة التي تترتب عن هذا النظام المحاسبي الجديد وعملت على الاستعداد لذلك، لاسيما فيما يتعلق بتكوين المستخدمين في المحاسبة واقتناء برامج المعلوماتية المطبقة، أو بالأحرى التماس مساعدة مكاتب الدراسات الخارجية المتخصصة بهدف مرافقتها في أشغال الانتقال من المخطط المحاسبي الوطني إلى النظام المحاسبي المالي الجديد.[239]

---

238 ـــ صفوت عبد السلام عوض الله،الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون،جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص17

239- طبقا للقانون رقم 11- 07 المؤرخ في 25 نوفمبر 2007 والمتضمن النظام المالي المحاسبي، وعملا بالمادة 62 من قانون المالية التكميلي لسنة 2008، فإن النظام المالي قد حلّ ابتداء من أول جانفي سنة 2010 محل المخطط المحاسبي الوطني، الذي كان يخضع لأحكام الأمر رقم 35- 75 المؤرخ في 29 أفريل سنة 1975.

إن التطبيق الأول للنظام المحاسبي والمالي، الذي كان يعتبر بمثابة التحدي الحقيقي بالنسبة إلى الشركات المسعرة في البورصة، بسبب إلزامها بضبط حساباتها الخاصة بالسداسي الأول من سنة 2010 وفق مخطط النظام الجديد، أدى إلى طلبات الإرجاء لآجال النشر، والتي تم استقبال أول إيداع في شهر ديسمبر 2010 ، في حين كان آخر أجل قانوني لذلك في 30 سبتمبر من نفس السنة.

لقد لوحظ عدم وجود بيانات تتعلق بتقييم الآثار التي تمت معاينتها، بحكم التغيير الذي طرأ في المرجعية المحاسبية.

2- **نوع و آجال تبليغ المعلومة المالية**: يتعين على الشركات التي لديها قيما مسعرة في بورصة الجزائر أن تقوم، عملا بأحكام النظام رقم 02-2000 المؤرخ في 20 يناير سنة 2000، بإيداع معلومات دورية ودائمة لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير بورصة القيم، وتنشر هذه المعلومات عن طريق الصحافة، تخص هذه المعلومات الكشوف المالية السنوية والسداسية، كذلك رأي محافظ أو محافظي الحسابات في مدى صحة هذه الكشوف وانتظامها. زيادة على ذلك، فإن المعلومات الدائمة تتعلق بكل معلومة مهمة أو أي حدث يخص نشاط الشركة أو وضعيتها المالية.

لا بد من ملاحظة أن المعلومات المالية التي يتم تبليغها للسوق، هي في الواقع معلومات موجزة وتفتقد التحليل والتعليق لدعم سياسة الاستثمار ونسب التحليل المالي والآفاق المستقبلية.

إن شفافية سوق القيم المنقولة لا يمكن ضمانها إلا من خلال نشر معلومات ذات جودة عالية. ويجري تقدير هذه المعلومات في المقام الأول، من خلال مدى احترام الآجال التنظيمية لنشرها، ومدى الثقة فيها وصحتها ونزاهة محتواها، وفي النهاية من خلال جاهزيتها بالنسبة إلى مختلف المستعملين (المستثمرين، المحللين، أصحاب البنوك، الشركاء...).

3- **مدى احترام نشر الإعلام الدوري**: لقد قام المصدرون لقيم رأس المال المسعرة في بورصة الجزائر، باحترام التنظيم المتعلق بتبليغ المعلومات الدورية بصورة عامة. يتعلق الأمر بمؤسسة تسيير نزل الأوراسي ومجموعة صايدال اللذان قاما بإيداع تقريرهما ، ونشر البلاغات الصحفية المتعلقة بالكشوف المالية السنوية بعنوان سنة 2009.

أما فيما يخص نشر الكشوف المالية المتعلقة بالسداسي الأول من سنة 2010، فإن هاتين الشركتين المسعرتين في البورصة، قد تقدمتا بطلب الترخيص لهما بتمديد أجل النشر ووافقت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على ذلك، وقد تم تبرير هذه الوضعية بسبب التطبيق الأول للنظام المالي والمحاسبي، الذي ترتبت على تنفيذه تعديلات معتبرة من حيث التحضير وضبط الكشوف المالية.

مع نهاية سنة 2010 كانت مجموعة صايدال، هي الوحيدة التي قامت بإيداع ونشر كشوفها المالية المتعلقة بالسداسي الأول من سنة 2010.

فيما يخص مصدري سندات الاستحقاق المسعرة في البورصة، فإن إلزامية إيداع الحسابات السنوية ونشرها، قد تم احترامها من طرف شركة المساهمة دحلي ومجموعة سونلغاز وشركة الخطوط الجوية الجزائرية، أما اتصالات الجزائر فإنها مازالت دائما متخلفة في مجال التزاماتها بشأن تقديم المعلومات الدورية، و لم تعمل على إشعار لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بالأسباب التي أدت إلى هذا التخلف.

يجدر التذكير بأن اتصالات الجزائر لم تقم بإيداع أية معلومة مالية نظامية منذ سنة 2007.

أما فيما يخص التقارير والبلاغات الصحفية المتعلقة بالسداسي الأول من سنة 2010، فقد لوحظ تأخر معتبر في تقديم الحسابات السداسية وضبطها، فباستثناء شركة المساهمة دحلي، التي نشرت كشوف حساباتها السداسية في شهر ديسمبر سنة 2010 ومجموعة سونلغاز التي طلبت تأجيل الإيداع إلى شهر جانفي 2011، أما شركة الخطوط الجوية الجزائرية واتصالات الجزائر، لم تعملا على احترام الأحكام التنظيمية المتعلقة بإيداع ونشر المعلومات المتعلقة بالسداسي الأول من شهر 2010، بل لم تقوما حتى بالبلاغ عن الجدول الزمني التقديري لإيداع هذه الحسابات ونشرها.

4- **مدى احترام نشر المعلومات ذات الأهمية:** لقد ألزم التنظيم المتعلق بالبورصة، الشركات المسعرة بضرورة إعلام المتعاملين في السوق المالي، ونشر كل حدث أو أية واقعة ذات أهمية، تتعلق بالنشاط أو بالوضعية المالية للشركة، والتي من شأنها أن تؤثر على أسعار أوراقها بالبورصة، وقد سجلنا حدثين في هذا المجال هما:

ــــ مجمع صايدال: إثر الحدث المتعلق بالبرنامج في مجال تأهيل وتنمية مجموعة صايدال، التي جرى تمويلها من خلال قرض مخفض الفائدة من الصندوق الوطني للاستثمار، وذلك في حدود مبلغ قدره 16.5 مليار دج. لقد أثّر ذلك في ارتفاع سعر سهم صايدال، الذي انتقل من 350 دج للسهم إلى أكثر من 500 دج للسهم.

ــــ مؤسسة تسيير نزل الأوراسي: تم تسجيل سنة 2010 حدثين مهمين كان لهما أهمية إستراتيجية، وآثارا معتبرة بالنسبة إلى نشاط مجموعة الأوراسي، ويتعلق الأمر بما يلي:

* إلحاق ثلاث (3) وحدات فندقية بالشركة؛ وهي نزل البستان (المنيعة)، نزل الريم (بني عباس)، ونزل المهري (ورقلة). ويعتبر ذلك تنازلا دون مقابل، تم تجسيده على الصعيد المحاسبي، من خلال مساهمة الدولة في مؤسسة تسيير نزل الأوراسي.

* إقفال مؤسسة نزل الأوراسي خلال التسعة (9) أشهر الأولى من سنة 2011 وذلك في إطار مواصلة أشغال ترميم النـــزل.

من الجدير بالملاحظة، أنه لم يكن لهذين الحدثين تأثيرا على سعر سهم نزل الأوراسي، الذي بقي محافظا على اتجاهه الثابت عند سعر 450 دج .

لقد قامت الشركة بنشر بلاغاتها الصحفية المتعلقة بهذين الحدثين؛ إلا أن ذلك يبقى غير كاف نظرا إلى أهمية الحدثين البارزين وتأثيرهما في نشاط الشركة على المدى القصير والمتوسط.

5- **جماعة أصحاب سندات الاستحقاق:** طبقا لأحكام القانون التجاري المتعلقة بانتخاب ممثلي جماعة أصحاب سندات الاستحقاق، لاسيما منها المواد 715 مكرر 88 إلى 101، يتعين على مصدري القروض السندية خاصة منها القروض المسعرة في البورصة، أن ينظموا عقد جمعيات عامة بهدف تعيين ممثلين عن جماعة أصحاب سندات الاستحقاق. كما يمثل هذا الإلزام تعهدا من طرف المصدرين المسجلين في المذكرات الإعلامية، التي تؤشر عليها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

لقد قام جميع مصدرو السندات بعقد جمعياتهم العامة، باستثناء اتصالات الجزائر التي لم تنظم أي جمعية فيما يخص حملة قرضها السندي، والذي حلّ أجل استحقاقه بتاريخ أكتوبر 2011. ويعتبر عدم احترام الالتزامات القانونية والتنظيمية هذا، غير مبرر وغير معقول بالنسبة لشركة في حجم اتصالات الجزائر و مكانتها(240).

الفرع الثاني: نشر المعلومات على مستوى بورصة الدار البيضاء: نبين ذلك من خلال ما يلي:

1- **تطوير أنظمة المعلومات:** التي تعتبر ضرورية لتقديم المعلومة، ويتجلى ذلك من خلال:

1-1- نشر القوائم المالية لسنة 2008 وفقا للمعايير الدولية للتقارير المالية IFRS : قامت بورصة الدار البيضاء، باعتماد النظام المرجعي حسب المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، عند نشر القوائم المالية للسنة المالية المنتهية يوم 31 ديسمبر 2008.

1-2- المذكرة رقم 04/09 الصادرة عن مجلس أخلاقيات القيم المنقولة: قام مجلس أخلاقيات القيم المنقولة شهر فبراير 2009 بإصدار مذكرة متعلقة بالوثائق والمعلومات التي يتعين على الشركة المنتدبة لتسيير بورصة القيم، إيداعها لدى المجلس و هي تهدف إلى تحقيق مايلي:

- تمكين سلطات السوق من ضمان احترام الشركة المسيرة لقواعد وضوابط السير؛
- تتبع المخاطر التي تهدد السير السليم للسوق؛
- إتمام المعلومات المستلمة ومقارنتها مع معلومات بقية الفاعلين في السوق.

1-3- نظام تدبير المخاطر: في إطار سياسة التدبير الوقائي للمخاطر، وقصد الاستجابة للمعايير الجديدة الصادرة عن مجلس أخلاقيات القيم المنقولة، تم وضع نظام جديد لإعداد التقارير حول الحوادث "Incident" بدءا من سنة 2009 . يهدف نظام تدبير المخاطر، إلى تشجيع ثقافة السلامة

240- تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها السنوي، 2010، ص83

وامتلاك برنامج قادر على استباق الحوادث كيفما كانت طبيعتها. كما يتعلق الأمر بوضع الأسس الواجب اعتمادها (تقييم، تحديد أنواع المخاطر الجديدة، إحصاء الحوادث، العمليات الإصلاحية).

يتم إجراء عملية تتبع نصف سنوي لكل العمليات التصحيحية المنجزة، قصد مواكبة حالة تقدم المبادرات الرامية إلى تحكم أمثل في المخاطر، وذلك بالتعاون مع الهيئات المكلفة بالتنفيذ.

كما تمت الاستعانة بتقنية تبادل الأفكار، من أجل تحديد المخاطر المحتملة بالنسبة لأنظمة المعلومات. وتم تحديد المخاطر المرتبطة بأنظمة المعلومات، وجردها وتصنيفها حسب الفئات (إستراتيجية، متعلقة بمؤسسة، أو ذات طبيعة عملية)، وتقييمها من حيث التأثير واحتمال الحدوث[241] .

2- **القرارات التأديبية فيما يتعلق بعدم الإفصاح عن المعلومة:** بناء على أحكام المادة 4-3 من الظهير الشريف، معتبر بمثابة قانون 212-93-1 الصادر في 21 سبتمبر 1993 المتعلق بمجلس القيم المنقولة والمعلومات المطلوبة من الأشخاص المعنوية، التي تدعو الجمهور إلى الاكتتاب في أسهمها أو سنداتها، وبناء على مقتضيات المادة 13 من دورية مجلس القيم المنقولة رقم 04-04 بتاريخ 19 نوفمبر 2009 المتعلقة بالمعلومات المطلوبة من الأشخاص المعنوية، التي تدعو الجمهور إلى الاكتتاب عبر إصدار أو تفويت سندات القرض.

تم إصدار قرارين تأديبين:

- قرار تأديبي لسنة 2009: تم توجيه إنذار إلى الشركة المغربية لصناعة التكرير سمير، لأنها لم تقم بتحيين بيان المعلومات المتعلق بعملية إصدار سندات الاقتراض، موضوع تأشيرة مجلس القيم المنقولة بتاريخ 18 جانفي 2008 في الآجال القانونية، بخصوص تدهور وضعيتها المالية، بالنظر إلى التوقعات المبينة في بيان المعلومات السالف الذكر، وذلك إثر التأكد من استمرارية انخفاض أسعار النفط في الأسواق الدولية وأثرها على قيمة الاحتياط لشركة سمير.

- قرار تأديبي لسنة 2011: يتعلق بــ:

* توجيه إنذار إلى لشركة IB MAROC

* تطبيق في حقها عقوبة مالية قدرها 42.000 درهم تؤدى للخزينة العامة.

بناء على أن الشركة إي بي المغرب، لم تقم بإخبار الجمهور بالانخفاض غير المعتاد والجوهري المسجل في نتيجتها برسم السنة المالية 2011، مقارنة مع الإنجازات التاريخية، إلا بمناسبة نشر بياناتها المالية برسم نصف السنة الثاني من 2011، بحيث لم يظهر الانخفاض المذكور بشكل ملحوظ إلا بعد 42 يوما [241] .

إن الشركة المسيرة لبورصة الدار البيضاء، تجري مراقبة قبلية ومزامنة وبعدية أثناء تنظيمها لأنشطة السوق، وتقوم أيضا بإجراء مراقبة مباشرة على شركات البورصة وعلى الأشخاص العاملين بها،

240 -Rapport bourse Casablanca 2009,2010,2011

241- Site officiel du conseil déontologique des valeurs obilières :www.cdvm.gov.ma

وكذا على باقي المتدخلين وعلى مختلف العمليات المنجزة في إطار مكونات السوق المالي. وكل مخالفة أثبتتها الشركة المسيرة أثناء ممارستها للمراقبة على أنشطة السوق، يجب أن تقوم بتبليغها فورا إلى مجلس أعراف القيم المنقولة، وتحيطه علما بجميع التجاوزات المرتبطة بالتنظيمات والأعراف المهنية، التي قد ترتكبها شركات البورصة أو قد يرتكبها مستخدموها أنفسهم[237].

كما أن السلطة التي منحت الترخيص للشركة المسيرة (وزير المالية في المغرب)، يمارس وصاية على الشركة المسيرة في مختلف المجالات. فبالإضافة إلى تدخله في تنظيمها وتسييرها، فإنه يتدخل أيضا في تنظيم أنشطتها، ويساعده في ذلك كل من مجلس القيم المنقولة، الذي أوكلت إليه مهمة مراقبة كل الأنشطة والمتدخلين في السوق، وكذا مندوب الحكومة الساهر على تتبع ومراقبة تدخلات الأجهزة الإدارية للشركة المسيرة للبورصة.

لقد كشفت تحريات مجلس أعراف القيم المنقولة، عن وقوع عدة مشاكل بالبورصة خلال سبتمبر 2008 بسبب تسريبات الموقع الإلكتروني[238] لشركة «boursomaroc.com» وتجاوزات ما سمي بالبيع المكشوف، ببيع أوراق مالية قبل تملكها بهدف شرائها لاحقا بقيمة أقل للمستثمرين[239]، مما زاد الوضع تعقيدا، حيث خلّفت إحساسا بعدم جدية المسئولين الساهرين على إدارة البورصة في التعامل مع وضعية المعاملات، خاصة بعد تبرئة الشركة المسيرة وتحميل المسؤولية للإدارة الجماعية للبورصة، مما أدى إلى فقدان الثقة في البورصة، الشيء الذي حال دون إدراج عدد من الشركات الجديدة التي كانت مبرمجة خلال النصف الثاني من سنة 2008 وبداية سنة 2009.

لقد جاء في تقرير مجلس القيم المنقولة، أنه تم نشر معلومات غير عمومية، وأوضح في بلاغ له[240] أنها معلومات سرية متعلقة بجدول أوامر البيع والشراء، الخاص بالبورصة لدى مجموع الهيئات

237 _ مطبوع صادر عن وزارة الخوصصة المكلفة بمنشآت الدولة المغربية، يناير 1996، الصفحة 21.

238 تجدر الإشارة إلى أن بورصة الدار البيضاء اعتمدت منذ منتصف شهر مارس 2008 برنامجا معلوماتيا جديدا مستوردا من شركة "أورونيكست" الفرنسية في إطار اتفاقية التعاون الإستراتيجي والمساعدة الفنية بين الشركتين, إلا أن خللا في تثبيت خيارات النظام الجديد نتج عنه عدم حجب النظام للمعلومات السرية حول خلفيات أوامر المتعاملين، مما جعل هذه المعلومات تظهر لدى الوكالات الإعلامية المتعاقدة مع بورصة الدار البيضاء من أجل إعادة نشر المعلومات.

أنظر: مقال بموقع محيط شبكة الإعلام العربية حول: تسريب معلومات سرية من بورصة الدار البيضاء:

الأربعاء 28 ربيع الأول 1430 - 25 مارس 2009

http://www.moheet.com

وأيضا: مقال بجريدة الشرق الأوسط حول: مجلس القيم المنقولة يحمل إدارة البورصة مسؤولية تسرب معلومات سرية،

الاثنين 19 ذو القعدة 1429 هـ 17 نوفمبر 2008 العدد 10947

http://www.asharqalawsat.com

239 عدم احترام مدة التسوية والأداء المتمثل في يوم زائد ثلاثة، أي أن مشتري القيم المنقولة لا يمكن له بيعها إلا بعد مرور ثلاثة أيام أخرى على اليوم الذي أنجز فيه العملية، بحيث لا يمكن أن يبيعها قبل أن يتسلمها ويؤدي مقابلها.

240 أنظر: موقع جريدة المغربية الثلاثاء 17 نوفمبر 2008. http://www.almaghribia.ma

المكلفة بإعادة نشر المعلومات، بما في ذلك موقع "بورصوماروك"[241]، بسبب خطأ في تحديد المعايير عند الانتقال في مارس 2008 نحو برنامج معلوماتي جديد للتسعير على مستوى البورصة.

أوضح المجلس كذلك، أن ولوج العموم إلى هذه المعلومات، كان ممكنا من خلال الموقع الإلكتروني "بورصوماروك". أما باقي الهيئات المخولة بإعادة البث، فكانت تتسلم المعلومات عبر أنظمة (معلوماتية)، كان قد جرى تطويرها في وقت سابق على عملية الانتقال إلى البرنامج المعلوماتي الجديد المعتمد من قبل بورصة الدار البيضاء، و لم تكن وفقا لذلك تتوقع إظهار المعلومة السرية.

تبين لمجلس القيم المنقولة، أن دائرة نشر المعلومات السرية شمل على الخصوص زبائن لديهم صفة "عضو" لدى "بورصو ماروك" وهم عشرة أشخاص جرى إحصاؤهم، كما أن هناك من اطلع على المعلومة دون أن يحظى بهذه الصفة؛ وتبيّن له أنه أيضا أنه رغم تمكن حوالي 900 منخرط من ولوج الموقع، إلا أنهم لم يطلعوا على جدول الأوامر.

كما تبيّن لمجلس القيم المنقولة، أن العقد الذي يربط موقع "بورصوماروك" ببورصة الدار البيضاء، قد جرى فسخه في 22 من سبتمبر من سنة 2008، إلا أنه كان غير دقيق فيما يتعلق بمحتوى المعلومة المنشورة ذات الصلة بجدول الأوامر.

نتيجة للتحريات التي أجراها مجلس القيم المنقولة، قام بإعادة تركيب الوقائع، وحدّد لائحة الأشخاص الذين اطلعوا على المعلومات، وراقب عمليات البيع، التي قام بها هؤلاء الأشخاص، فقرر أن يكون منع البيع على المكشوف أكثر وضوحا في إطار التقنين، وأن يتم إعداد حسابات الوسطاء الأجانب بكيفية تسمح بالتتبع الكامل للتعاملات إلى غاية الزبون النهائي.

في مقابل ذلك، حاول مجلس القيم المنقولة المغربي، أن لا يلقي باللوم على الشركة المسيرة[242] نتيجة الانخفاض الذي سجّل ببورصة الدار البيضاء من 15 إلى 17 سبتمبر 2008، وأبرز أنه لم ينجم عن محاولة تلاعب بالسوق، ولا عن ممارسة معممة للبيع على المكشوف، وتوصل إلى غياب عناصر تمكّن من القول أن الموقع الإلكتروني "بورصوماروك" قد حاول استغلال هذه المعلومات السرية من أجل تحصيل ربح تجاري، وأن تحليل تعاملات زبائن هذا الموقع، كشف عن عدم وجود أثر مباشر لها على السوق، خصوصا فيما يتعلق بالانخفاض،

241 بورصومارك boursomaroc.com: موقع إلكتروني مغربي يتعلق بنشر بأخبار البورصة والمال والاقتصاد الذي لم يدخل حيز الخدمة إلا ابتداء من 24 يونيو 2008. هذا الموقع تم إغلاقه.

242 لقد اقترحت إدارة مجلس القيم المنقولة من أجل تعزيز قدرة المجلس على التدخل والمراقبة تعديل القانون المنظم للمجلس، بهدف تغيير نظامه الأساسي بتحويله إلى شخصية معنوية عمومية مستقلة تتوفر على صلاحيات معززة.

الذي شهدته جلستي 15 و16 سبتمبر 2008، وأنه نتيجة لذلك، طلب مجلس القيم المنقولة من وزير الاقتصاد والمالية أن يستبدل أعضاء مجلس إدارة الشركة المسيرة.

شملت عمليات المراقبة، التي قام بها مجلس القيم المنقولة المغربي، مئات الصفقات وأوامر البيع لم تمكّن من اكتشاف أي أمر بيع غير حقيقي، وتبيّن له أنه بالنظر إلى العدد الجد محدود لحالات البيع على المكشوف وضعف النسبة المئوية، التي تمثلها الأحجام المدروسة، فإن هذه العمليات لم تؤثر على مجرى القيم المسومة.

الفرع الثالث: **نشر المعلومات على مستوى بورصة تونس**: يمنح القانون التونسي حصة معتبرة للمعلومة المالية، فيما يتعلق بتنظيم وتشريع السوق المالي، حيث تمثل أحسن ضمان لشفافيته.

تم تحديد إجبارية الإعلان من طرف المصدرين بموجب القانون 94-117 والمتعلق بإعادة تنظيم السوق المالي المؤرخ في 17 نوفمبر 2000 والحامل لتأشيرة مجلس السوق المالي، حيث يقوم المجلس بمهمة مراجعة المعلومات المالية المعلن عنها للجمهور، في إطار إعداد منشورات الإدراج أو الإصدار وكذلك التأكد من نظامية نشر المعلومات الدورية والدائمة، للشركات المسعرة قيمها على مستوى السوق.

لقد أظهر تحليل المعلومات من خلال الجمعيات العامة العادية، والمتعلقة بحسابات نشاط سنة 2000 حول 38 مؤسسة مسعرة، أن الشركات لا تحترم التزاماتها من حيث الإبلاغ عن المعلومة في حينها، أو نشر القوائم حسب الآجال المحددة. لذلك يجب توفر ما يلي :

1- **دعم الشفافية**: تحرص هيئة السوق المالي على ضمان دقة وشمولية وجودة المعلومة المالية المنشورة من قبل شركات المساهمة العامة، سواء عند دراسة الملفات المعروضة عليها للحصول على التأشيرة، أو بمناسبة مراقبة الإفصاح الدوري والعرضي، أو عند متابعة عمليات تجاوزت عتبات المساهمة. ودعت المؤسسات المعنية للسهر على أن تعكس المعلومة الموضوعة من قبلها على ذمة المستثمرين بصورة أمينة، وضعية الشركة وآفاقها المستقبلية.

تدخلت هيئة السوق سنة 2008 ثلاث مرات، لمطالبة الشركات بنشر أو تحسين أو تحيين محتوى المعلومات الموجهة للعموم وتندرج في هذا المجال:

- مطالبة شركة"بروفورما" بإعداد قوائم مالية مجمعة؛
- مطالبة شركة إيجار مالي بتحيين توقعاتها المستقبلية؛
- مطالبة شركة إيجار مالي بتوضيح أسباب تغيير بعض المعطيات المندرجة ضمن التوقعات المنشورة.

كما تحرص الهيئة بمناسبة التأشير على النشرات المتعلقة بالعمليات المالية، أن تتضمن تلك النشرات تعهد الشركات المعنية بتحيين ونشر توقعاتها بصفة آلية على مدى ثلاث سنوات، وإعلام الهيئة ومساهمي الشركة والعموم، بنسبة تحقيق تلك التوقعات مع تحليل للفوارق المسجلة مقارنة

بالانجازات، وإدراج جدول مقارنة في الموضوع ضمن التقارير السنوية، كما طالبتها أيضا بمطابقة قوائمها المالية للمعايير المحاسبية، بالإضافة إلى الالتزام بتحيين فصول قوانينها الأساسية عند الضرورة لمطابقتها مع القوانين الجاري بها العمل[1] .

2– **احترام آجال تقديم المعلومة المالية:** إن عدد الشركات المدرجة بالبورصة التي احترمت الآجال المحددة لتقديم القوائم المالية، والذي ضبطته النصوص التشريعية بأربعة أشهر من تاريخ نهاية السنة المحاسبية لسنة 2008 بلغ 27 شركة.

لقد قامت الهيئة بمراسلة كافة الشركات ذات المساهمة العامة، التي لم توافِ الهيئة بقوائمها المالية في الآجال القانونية، وقد أوفت 14 شركة بالتزاماتها بتأخير أقل من شهر، و 9 شركات بتأخير أكثر من شهر.

3– **نشر المعلومة المالية:** لوحظ تحسنا في نسبة الشركات التي التزمت بأحكام متعلقة بنشر القوائم المالية، قبل انعقاد الجلسة العامة العادية، فقد قامت 44 شركة مدرجة بالبورصة ــ أي ما يمثل 86 % من جملة الشركات المدرجة سنة 2008 مقابل 71 % في سنة 2007 ــ بنشر قوائمها المالية على أعمدة صحيفة يومية قبل انعقاد جلستها العامة العادية.

كما لوحظ التحسن نفسه فيما يخص نشر المعلومات بعد انعقاد الجلسات العامة، إذ بلغت نسبة الشركات المدرجة بالبورصة التي احترمت واجب نشر القرارات، التي اتخذت خلال الجلسات العامة مصحوبة بالموازنة وقائمة تطور الأموال الذاتية، باعتبار قرار تخصيص النتيجة المحاسبية نسبة 73% مقابل 52% سنة 2007.

بلغ عدد الشركات غير المدرجة التي أوفت بذلك الالتزام 28 شركة مقابل 13 شركة سنة 2007[2].

4– **جودة المعلومة المالية:** تعد جودة المعلومة المالية وشموليتها، خير وسيلة لتمكين المستثمر من استثمار أمواله بالسوق المالي عن دراية وروية، لذلك تركز هيئة السوق مراقبتها على جودة المعلومة عند قيامها بالتحليل النوعي للمعلومة المالية المقدمة، وذلك لرصد الإخلال بالقواعد العامة والنقائص المسجلة في هذا المجال، ثم مطالبة الشركات المعنية بالالتزام بواجب الإفصاح حفاظا على مستوى الشفافية ودعما لجودة المعلومة، ويشمل تدخل الهيئة في هذا المجال التقارير السنوية للشركات، والقوائم المالية ومشاريع اللوائح المنشورة وتقارير مراقبي الحسابات.

---

1 ــ تقرير السنوي لهيئة السوق المالي التونسي،2008، ص53

2 - Rapport CMF 2008, p54

لقد مكّن تفحص القوائم المالية النهائية لسنة 2007، رصد بعض الإخلال بالقواعد العامة نذكر أهمها:

– لم يقدّم أحد البنوك ضمن الإيضاحات حول قوائمه المالية، تبريرا للتعديلات التي أدخلت على القوائم المالية المتعلقة بالسنة الماضية.

– قدّمت شركة غير مدرجة بالبورصة، قوائم مالية متضمنة تضاربا بين نص القوائم والإيضاحات المتعلقة بها.

– قدّمت شركة غير مدرجة بالبورصة، قائمة تطور أموالها الذاتية بعد توزيع نتيجة السنة المحاسبية السابقة، متضمنة اختلافا مع نص الإيضاحات المتعلقة بالقوائم المالية، وذلك باعتبار أن عملية الترفيع في رأس المال قد أنجزت خلال سنة 2007.

– اتضح من خلال تقديم شركة مدرجة بالبورصة قوائمها المالية، أن مجموع موازنتها بعنوان الحسابات المجمعة، قد تجاوز الحد الأدنى الذي يخضع الشركة لتعيين مراقبين اثنين أو أكثر للحسابات، لذلك لفتت الهيئة نظر الشركة المعنية، إلى ضرورة إدراج لائحة يتم عرضها على الجلسة العامة للمصادقة عليها، يتم بمقتضاها تعيين مراقبي الحسابات.

– كما تفطنت مصالح الهيئة عند الإطلاع على القوائم المالية لإحدى الشركات، أن مجموع أموالها الذاتية كان دون نصف رأس المال، نتيجة للخسائر المسجلة خلال السنة المنقضية، وعليه كان على مسئولي الشركة المعنية استدعاء الجلسة العامة الاستثنائية خلال الأربعة أشهر الموالية لتاريخ المصادقة على الحسابات، للنظر فيما إذا كان يتعين حل الشركة.

– غفلت إحدى الشركات عن ذكر المرجع المزدوج بين قوائمها المالية الفردية، وشركة أخرى عن ذكر المرجع المزدوج بين قوائمها المالية المجمعة والإيضاحات المتعلقة بها، وذلك خلافا لما جاء به النظام المحاسبي الجاري العمل به. لذا قامت الهيئة بمطالبة الشركتين المعنيتين باتخاذ ما يستلزم من إجراءات لإصلاح وتفادي الأخطاء والنقائص المرصودة .

كما قررت الهيئة، تدعيما لسلامة العلاقات المالية، على وجوب نشر مؤشرات حول نشاط الشركات المدرجة بالبورصة كل نهاية ثلاثة أشهر من السنة، وقد قامت مصالح الهيئة بمراقبة وتحليل تلك المؤشرات الثلاثية خلال سنة 2008، ولوحظ من خلال التحليل عدم التزام الشركات المعنية بالأحكام المتعلقة بالمساهمة العامة، فقد غابت عن التوضيحات الخاصة بالقواعد المعتمدة لإعداد بعض المؤشرات، وضبط مؤيدات التقديرات، واستعراض أهم الأحداث التي عاشتها الشركة خلال الفترة المعنية وتأثيرها على نشاطها. لذلك بادرت الهيئة بلفت نظر الشركات المعنية إلى أن تلك التوضيحات تمثل جزءا متمما للمؤشرات الثلاثية، ودعتها إلى تلافي تلك الإخلالات. وفعلا تولت الشركات المعنية اتخاذ الإجراءات اللازمة لتلافي النقائص ضمن نشرات إضافية للمؤشرات الثلاثية.

أما فيما يتعلق بالنقائص المتعلقة بجودة المعلومة فيما يتعلق بتخصيص النتائج، فقد رصدت اللجنة الإخلالات التالية (2008):

– اقتراح لائحة من طرف بنكين تتضمن تحويل مبلغا من الاحتياطات إلى مدخرات للمخاطر والأعباء، فلفتت الهيئة نظر البنكين المعنيين، إلى أن ذلك غير سليم حسب التقييدات المحاسبية للأعباء؛ إذ يجب إدراج تلك الاحتياطات ضمن أعباء السنة المحاسبية وبالتالي طرحها من النتيجة.

– عرض شركتين لمشروع لائحة على الجلسة العامة العادية، يقترح فيها توزيع أرباح وقع إقرارها من قبل مجلس الإدارة، دون أن يتم إدراجها ضمن اللوائح.

– اقترحت شركة لمشروع لائحة يتم عرضها على جلسة عامة استثنائية لتحيين قانونها الأساسي، تقترح من خلاله بندا يسند لأعضاء مجلس الإدارة منحا ثابتة وأخرى استثنائية، وهو ما تمنعه نصوص مجلة الشركات التجارية.

– اقترحت شركة في إطار مشروع لائحة تحيين قانونها الأساسي، بندا يجيز للجلسة العامة الاستثنائية إمكانية تحويل جزء من الأرباح إلى نتائج مؤجلة، وذلك لتغطية الاستهلاكات الاستثنائية لأصول الشركة، والتي يقع تقييدها لتحديد النتائج المحاسبية، وبالتالي لا يمكن طرح استهلاكات استثنائية من النتائج القابلة للتوزيع. لذلك دعت الهيئة الشركة إلى حذف المقترح.

– قامت شركة بعملية تخفيض رأسمالها إثر القرارات الصادرة عن جلستها العامة الاستثنائية، و لم يتم نشر قرار التخفيض. لذلك ألزمت الهيئة الشركة المعنية بوجوب النشر بالرائد الرسمي وبجريدتين يوميتين.

– غفلت شركة عن إدراج ضمن جدول أعمال جلستها العامة، بندا مستقلا يخص تجاوز عتبات المساهمة خلال 2007، فدعتها الهيئة إلى تلافي ذلك الخلل.

– اقترحت شركة مدرجة بالبورصة مشروع لائحة لعرضها على جلستها العامة الاستثنائية، وذلك لتحيين قانونها الأساسي يتضمن بندا ينص أن مجلس الإدارة هو الممثل القانوني للشركة عند التصفية، ويعتبر هذا المقترح مخالفا للقانون التجاري. لذا دعت الهيئة المؤسسة المعنية إلى إعادة صياغة اللائحة[1] .

المطلب الثالث: تكاليف التعامل داخل السوق المالي في البلدان الثلاثة:

تعد التكاليف المنجزة من خلال التعامل عن طريق السوق المالي إحدى المعوقات، فكلما زادت التكاليف التي يتحملها المستثمر الوطني أو الأجنبي، أدى هذا إلى النفور من اللجوء للسوق، لذلك نجد أن تقليص أو حتى الإعفاء من تحمل هذه الأعباء، تعد من المحفزات لتشجيع التعامل من خلال السوق المالي. تتمثل هذه الأعباء في مختلف القيم التي يتحملها المستثمرون، مقابل الخدمات المقدمة من قبل مختلف هيئات السوق والمتمثلة أساسا في العمولات.

---

1 ــ تقرير هيئة السوق المالي التونسي 2008، ص 56

الفرع الأول: العمولات المطبقة على مستوى سوق الأوراق المالية بالجزائر: تتمثل فيما يلي:

1- **عمولة تأشيرة الوصفة الإعلامية:** تستدعي عملية طلب الحصول على تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة البورصة، دفع ما نسبته 0.075 % للجنة، والمطبق على إجمالي قيمة الإصدار بـــ 5 مليون دينار كحد أقصى.

2- **عمولة القبول في البورصة:** يحدد معدل العمولة المدفوع إلى شركة بورصة تداول القيم المنقولة، بـــ 0.05% من القيمة الاسمية المقبولة، ولا يمكن لهذه العمولة أن تتعدى قيمة 2.500.000 دج

3- **عمولة تسجيل القيم للتسعيرة:** تحدد هذه المصاريف كالآتي:

- التسجيل الابتدائي: ....400.000 دج؛ - التسجيل الإضافي:............ 100.000 دج

- التعديـــــــــلات:............... 100.000 دج؛ - الإبقاء في التسعيرة:......... 200.000 دج.

4- **مصاريف تنظيم طلب عمومي للبيع:** هي كما يلي:

- الجزء الثابت: .... 1.000.000 دج

- الجزء المتغير: .... 100.000 دج بأقساط 1000 أمر معالج.

5- **مصاريف الانضمام إلى المستودع المركزي:** يحدد المعدل بـــ 0.01 % من رأس المال الاجتماعي؛ حيث يعين الحد الأدنى للعمولة بـــ 20.000 دج وحدّها الأقصى 200.000 دج.

6- **مصاريف أخرى:** توجد مصاريف أخرى مرتبطة بأداء الخدمات المنجزة من طرف الوسطاء والبنوك المشكّلة للجنة التوظيف.

يتسم السوق المالي الجزائري بارتفاع العمولات المفروضة عند التعامل على مستواه، غير أنه خلال سنة 2011 قامت اللجنة بسن نظاما يهدف إلى تقليص العمولات التي تتقاضاها شركة تسيير البورصة للقيم المنقولة أثناء الصفقات على الأسهم من 0.25% إلى 0.15% وسندات الدين من 0.15 % إلى 0.10 %.

من خلال تقليل المصاريف التي يدفعها المستثمر، فإن هذا الإجراء سوف يسمح بالتشجيع على توظيف الادخار من القيم المنقولة المسعرة في بورصة الجزائر.[243]

الفرع الثاني: العمولات على مستوى سوق الأوراق المالية بالمغرب: أعاد سوق الدار البيضاء بصفة جوهرية تحديث جدول العمولات الذي يطبقه، مما يجعله أكثر تنافسية وأكثر جاذبية للمهنيين، الشركات والأفراد.بحيث يرمي هذا التحديث إلى مطابقة المعايير والمقاييس الدولية، وتبسيط وتنسيق جدول العمولات في مجموعه مع إلغاء بعض العمولات ووضع سقف لبعضها الآخر.

[243] حسب تصريح المدير العام لمؤسسة تسيير بورصة القيم مصطفى فرفارة، جريدة المساء، لإنعاش بورصة الجزائر،29 /2012/01

1- تشكيلة العمولات الملغاة على سوق الأسهم و السندات: قبل التطرق إلى تسعيرة العمولات المطبقة ارتأينا أن نمهد بتقديم الإلغاءات التي قدمها السوق المالي المغربي على مجموعة من عمولات المعاملات في إطار تحديث و تنشيط السوق و المختصرة في الجدول التالي:

الجدول رقم (14):العمولات الملغاة على سوق الأسهم والسندات بالمغرب

العمولات الملغاة في سوق السندات	العمولات الملغاة في سوق الأسهم
العمولة على إشعار الموافقة	**العمولة على إصدار إشعار الموافقة الخاص بـــ** - عمليات إدراج في البورصة؛ - عمليات رفع رأس المال نقدا؛ - العروض العمومية.
العمولة على العمليات الخاصة: - السداد المبكر للسندات؛ - تعديل الآجال المتعلقة بالسلفيات؛ - تعديل قاعدة تحويل السندات؛ - تعديل نسبة تكافؤ تحويل السندات؛ - إبدال السندات إلى أسهم.	**العمولة على العمليات الخاصة بـــ:** - رفع رأس المال من خلال تخصيص الأسهم؛ - تحويل الأوراق المالية لحامليها، أو الاسمية المدرجة في البورصة؛ - دفع الأرباح على شكل أوراق مالية؛ - تقسيم الأسهم؛ - تجميع الأسهم؛ - قبول شهادات حقوق التصويت؛ - تعديل نسبة تكافؤ التحويل؛ - إعادة هيكلة الأسهم من خلال دمج شهادات حقوق التصويت مع شهادات الاستثمار.
رسوم تضمين النشرات في جدول التسعيرة.	**رسوم تضمين النشرات في جدول التسعيرة.**

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الموقع الرسمي لسوق دار البيضاء للأوراق المالية

2- العمولات المطبقة على سوق الأسهم: نذكرها فيما يلي

2-1- **عمولة القبول في جدول التسعيرة:** يتعين على المكتتبين عند إدراج الشركة في بورصة الدار البيضاء، أداء عمولة مقابل القبول للتداول تبلغ نسبتها 0.10 %.

الجدول رقم (15): عمولة القبول في جدول تسعيرة سوق الأوراق المالية بالمغرب

العملية	الهيئة المعنية	العمولة دون احتساب الرسوم
القبول في تسعيرة البورصة		
الإدراج في البورصة	الجهة المصدرة و المكتتبون	0.1 %
رفع رأس المال نقدا		
التسجيل		
العروض العمومية	البائع و المشتري	0.1 %
تقدمة الأوراق المالية	المشتري والمحيل لملكية أوراقه المالية	

Source : site officiel de Casablanca

2-2- **العمولة السنوية لبقاء الأوراق المالية في جدول التسعيرة:** يظهر سلم العمولة حسب شرائح مبينة حسب الجدول أدناه.

الجدول رقم (16): عمولة البقاء في تسعيرة سوق الأوراق المالية بالمغرب

شريحة رأس المال المسجل بتاريخ 31 ديسمبر ن-1	الهيئة المعنية	المبلغ دون احتساب الرسوم (دفع سنوي)
أقل من 100 مليون درهم	الهيئة المصدرة	5.000 درهم
من 100 إلى 200مليون درهم	الهيئة المصدرة	10.000 درهم
أعلى من 200 مليون درهم	الهيئة المصدرة	15.000 درهم

Source : site officiel de Casablanca

3-2 – **عمولة التداول:** تبلغ العمولة على صفقات تداول الأوراق المالية 0.10% دون احتساب الرسوم وهي مستحقة الدفع من قبل المشتري والبائع.

2-4- **عمولة نقل ملكية الأسهم:** تختلف نسبتها حسب طبيعة علاقات الأفراد المستفيدين كما يلي:

الجدول رقم (17): عمولة نقل الملكية في سوق الأسهم بالمغرب

العملية	الهيئة المعنية	المبلغ دون احتساب الرسوم
بين الأزواج	المشتري أو المحيل لملكية أوراقه المالية	0.1 %
بين السلف و الخلف		0.025 %
بعد تركة وصية المتوفى	المستفيد	0 %

Source : site officiel de Casablanca

4– العمولات المطبقة على سوق السندات: وتتمثل فيما يلي

4-1- العمولة على القبول في جدول التسعيرة: تبلغ عمولة القبول في سوق السندات 0,050‰% بدون احتساب الرسوم، يؤديها المكتتبون والجهة المصدرة. وهي محددة بسقف 10.000 درهم دون احتساب الرسوم.[244]

4-2- عمولة التسجيل: تتعلق عمولة التسجيل بقبول الأوراق المالية وتبلغ 0.05 ‰% دون احتساب الرسوم، وهي مستحقة الأداء من قبل المشتري والبائع. كما تحدد بورصة الدار البيضاء سقف هذه العمولة في 10.000 درهم دون احتساب الرسوم لكل من الطرفين.

4-3– عمولة التداول: تبلغ عمولة تداول الأوراق المالية 0.05 ‰% دون احتساب الرسوم، وهي مستحقة الأداء من قبل المشتري والبائع. كما تحدد بورصة الدار البيضاء سقف هذه العمولة بـــ 5.000 درهم دون احتساب الرسوم لكل من الطرفين.

4-4– العمولة السنوية لبقاء الأوراق المالية في جدول التسعيرة: فور بدء تسعير الاقتراض السندي، على الشركة المصدرة أداء عمولة مكوث على جدول التسعيرة، تتغير حسب المبلغ المُستحَق أداؤه.

جدول رقم (18) : عمولة البقاء في سوق السندات بالمغرب

المبلغ المتبقي المستحق	المبلغ دون احتساب الرسوم[245]	السقف المحدد لكل جهة مصدرة دون احتساب الرسوم
أقل من 100 مليون درهم	2.500 درهم	50.000 درهم
من 100 إلى 500 مليون درهم	7.500 درهم	50.000 درهم
أعلى من 500 مليون درهم	15.000 درهم	50.000 درهم

Source : site officiel de Casablanca

4-5– عمولة نقل الملكية: نبينها من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (19) : عمولة نقل الملكية في سوق السندات بالمغرب

العملية	الهيئة المعنية	المبلغ دون احتساب الرسوم
بين الأزواج	المشتري أو المحيل لملكية أوراقه المالية	0.05 ‰
بين السلف و الخلف		0.0125 ‰
بعد تركة وصية المتوفى	المستفيد	0 %

Source : site officiel de Casablanca

[244] Site officiel de Casablanca

[245] الضريبة على القيمة المضافة المطبقة على عمولة الصفقات المنعقدة في بورصة الدار البيضاء أصبحت 10% عوض 7% وذلك بمقتضى الفصل 101 من قانون المالية رقم 35 – 05 للسنة المالية 2006

تلعب المصاريف المتحملة من طرف المستثمرين، دورا مهما في اللجوء إلى السوق المالي، لذلك عمدت هيئات السوق إلى مجموعة من الإعفاءات والتخفيضات المحسوسة، ابتداء من نهاية التسعينيات بهدف التشجيع واستقطاب المستثمرين إليه.

لذلك نجد أن العمولات عند مبادلة الأسهم قد تقلصت من 0.24 % إلى 0.14 % سنة 1998 ثم إلى 0.1 % سنة 2000؛ كذلك تم تخفيض عمولة الوصفة الإعلامية من 0.1 % إلى 0.05 % سنة 2000؛ في حين عمولة مبادلة السندات انخفضت من 0.07 % إلى 0.012 % لتستقـــر عند قيمة زهيدة تقدر بـــ 50 درهما على كل المبادلة سنة 2004 .

الفرع الثالث: **العمولات على مستوى بورصة تونس**: نفصلها من خلال ما يلي:

1- **عمولة الإدراج والبقاء**

1-1- **عمولة الإدراج**: تستخلص عند قيد الشركة، وتحسب حسب مستوى رأس مال الشركة المعنية، ويتراوح مبلغها بين 2.500 دينار و 10.000 دينار.

جدول رقم (20): **عمولة التسجيل في سوق الأوراق المالية بتونس**

نسبة العمولة	شريحة رأس المال أو قيمة القرض
	سندات رأس المال
0,05 %	إلى 000 000 5 دينار
0,04 %	من 001 000 5 دينار إلى 000 000 10 دينار
0,03 %	من 001 000 10 دينار إلى 000 000 20 دينار
0,02 %	من 001 000 20 دينار إلى 000 000 30 دينار
0,01 %	أكثر من 000 000 30 دينار
	سندات الدين
0,03 %	من 000 000 1 دينار إلى 000 000 5 دينار
0,02 %	من 001 000 5 دينار إلى 000 000 10 دينار
0,01 %	أكثر من 000 000 10 دينار

Source :www.bvmt.com.tn/documentation/investors/ ?view=tr-com

لا تخضع سندات الدولة والجماعات المحلية إلى دفع هـــذه العمولة، كما أن عمولة الإدراج لا تتعدى عشرة (10) آلاف دينار بالنسبة لسندات رأس المال و 3 آلاف دينار لسندات الدين.

2-1- عمولة البقاء: نبينها من خلال الجدول التالي

جدول رقم (21): عمولة البقاء في سوق الأوراق المالية بتونس

قيمة العمولة	شريحة رأس المال أو قيمة القرض المدرج
سندات رأس المال	
1 000 دينار	إلى 000 000 3 دينار
2 000 دينار	من 001 000 3 دينار إلى 000 000 10 دينار
3 000 دينار	من 001 000 10 دينار إلى 000 000 20 دينار
4 000 دينار	من 001 000 20 دينار إلى 000 000 50 دينار
5 000 دينار	أكثر من 000 000 50 دينار
سندات الدين	
500 دينار	من 000 000 1 دينار إلى 000 000 3 دينار
1 000 دينار	من 001 000 3 دينار إلى 000 000 10 دينار
1 500 دينار	من 001 000 10 دينار إلى 000 000 20 دينار
2 000 دينار	أكثر من 000 000 20 دينار

Source : Source :www.bvmt.com.tn/documentation/investors/ ?view=tr-com

2- **العمولات المستحقة على العمليات التي تخضع للتداول:** نفصلها فيما يلي:

2-1- نسب العمولات على تداول الأوراق المدرجة بالبورصة: نبينها من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (22) : عمولة التداول في سوق الأوراق المالية بتونس

سندات الدين		أوراق المساهمة		مبلغ الشريحة لكل عملية
البائع	المشتري	البائع	المشتري	
% 0,01	% 0,01	% 0,20	% 0,20	إلى حدّ 50 ألف دينار
% 0,005	% 0,005	% 0,10	% 0,10	أكثر من 50 ألف دينار

Source :www.bvmt.com.tn/documentation/investors/ ?view=tr-com

2-2- نسب العمولات على الأوراق المتداولة غير المدرجة (السوق الموازية): نبينها من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (23) : عمولات السوق الموازية في سوق الأوراق المالية بتونس

البائع	المشتري	حجم العملية	مبلغ الشريحة لكل عملية
0,25 %	0,25 %	إلى حدّ 50 ألف دينار	سندات الدين
0,15 %	0,15 %	أكثر من 50 ألف دينار	
0,25 %	0,25 %	إلى حدّ 500 ألف دينار	سندات رأس المال
0,40 %	0,40 %	من 500001 دينار إلى مليون دينار	
0,35 %	0,35 %	من 1000001 دينار إلى 1500000 دينار	
0,30 %	0,30 %	من 1500001 دينار إلى 2000000 دينار	
0,25 %	0,25 %	أكثر من 2000000 دينار	

Source : Guide des valeurs mobilières de Tunis 2007

لا تقل العمولة بالنسبة للمشتري و البائع عن 250 مليم ولا تتعدى مبلغ 5.000 دينار بالنسبة للعمليات على سندات الدين و 10.000 دينار بالنسبة للعمليات على سندات رأس المال.

2-**3-** العمولات المستحقة على العمليات التي لا تخضع للتداول: نبينها من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (24) : العمولات المستحقة على العمليات التي لا تخضع للتداول في السوق التونسي

البائع	المشتري	حجم العملية	مبلغ الشريحة لكل عملية
0,15 %	0,15 %	إلى حدّ 50 ألف دينار	سندات الدين
0,10 %	0,10 %	أكثر من 50 ألف دينار	
0,25 %	0,25 %	إلى حدّ 500 ألف دينار	سندات رأس المال
0,20 %	0,20 %	من 500001 دينار إلى مليون دينار	
0,15 %	0,15 %	من 1000001 دينار إلى 2000000 دينار	
0,10 %	0,10 %	من 2000001 دينار إلى 3000000 دينار	
0,05 %	0,05 %	أكثر من 3000000 دينار	

Source : Guide des valeurs mobilieres de tunis 2007

لا تقل العمولة بالنسبة للمشتري والبائع عن دينارين ولا تتعدى مبلغ 500 دينار، بالنسبة للعمليات على سندات الدين و 6.000 دينار بالنسبة للعمليات المسجلة على سندات المساهمة، مهما كان مبلغ العملية.

3- **عمولات الشركة التونسية بين المهنيين للإيداع والمقاصة للأوراق المالية:** تطلب الشركة المصدرة للسندات بدفع:

- معلوم إدراج يمثل نسبة 0.02% من رأس المال مع حد أقصى يساوي 5.000 دينار؛
- مساهمة سنوية تتراوح بين 5.000 دينار و 30.000 دينار.

تصاحب كل عملية بالبورصة التونسية، سواء كانت بيعا أو شراء لأسهم أو سندات، نفقات تتضمن عمولة لفائدة الوسيط بالبورصة وعمولة لفائدة البورصة، ولا يتعدى غالبا مجموع هذه العمولات 1% من قيمة الصفقة.[246]

المطلب الرابع: النظام الجبائي المطبق في الأسواق المالية للبلدان الثلاثة: تمثل الجباية عبئا على المكلف، وتؤدي إلى زيادة التكاليف مما ينعكس على الأسعار والأرباح.

الفرع الأول: النظام الجبائي المطبق في السوق المالي الجزائري: نعالجه من خلال ما يلي:

1- **الجباية المطبقة على شركات التسيير ذات رأس المال المتغير(SICAV):** تم بموجب قانون المالية لسنة 1996 الإعفاء من الضرائب على أرباح الشركات، في الحالة التي تتكلف فيها SICAV فقط بتسيير محافظ أسهم المكتتبين. ويكون الإعفاء من الضريبة على الدخل الإجمالي والضرائب على دخل الشركات لمدة خمس (05) سنوات ابتداء من جانفي 2008 لكل من أسهمها أو حصصها.

2- **جباية صندوق دعم الاستثمار من أجل التشغيل:** يمنح النظام الجبائي صندوق دعم الاستثمار من أجل التشغيل، نفس الإعفاء الدائم من الضرائب على أرباح الشركات، في حين يعفى الصندوق من الضريبة على الدخل الإجمالي لمدة خمس سنوات ابتداء من 01 جانفي 2005.

تخضع الإيرادات المتأتية عن أسهم الصندوق والمطبقة على المساهمين بمعدل:

1% محرر لحصة الإيرادات التي لا تتعدى 50.000 دج.

10% غير محرر إذا ما تعدت قيمة المنتوجات 50.000 دج.

3- **جباية رأسمال الاستثماري:** تكون على النحو التالي:

- إعفاء الأرباح الموزعة من طرف الشركات؛
- المداخيل المتأتية من توزيع الأرباح والخاضعة لضريبة أرباح الشركات؛
- إعفاء إيرادات الأسهم والقيم المشابهة المسعرة في البورصة.

تم إعفاء إيرادات الأسهم والقيم المشابهة لها والمسعرة في البورصة، لمدة خمس (05) سنوات، من الضرائب على أرباح الشركات والضرائب على الدخل الإجمالي.

---

[246] Guide d'introduction en bourse, Tunis, octobre 2012, p14

4- الحوافز والامتيازات لتشجيع التوظيف في بورصة الجزائر: قدّمت السلطات المالية الامتيازات التالية للمستثمرين، وذلك ضمن قـــانون رقم 21 -08 المؤرخ في 30 ديســـمبر 2008 من قانون المالية لسنة 2009 :

- إعفاء الأرباح الموزعة على المساهمين من الضرائب؛
- إعفاء من الضرائب على الدخل الإجمالي أو من الضرائب على أرباح الشركات، لمدة خمس (05) سنوات ابتداء من 01 جانفي 2009؛
- إعفاء الأرباح الرأسمالية المحققة من بيع الأوراق المالية وفوائض القيمة وكذلك منتجات أو حصص هيئات التوظيف الجماعي من الضرائب، سواء كانت لصالح أفراد أو شركات؛
- إعفاء الفوائد المحققة من التوظيف في السندات وغيرها من الأوراق المالية من الضرائب؛
- إعفاء العمليات التي تجري على الأوراق المالية من حقوق التسجيل، ولمدة خمس (05) سنوات ابتداء من 01 جانفي 2009 للعمليات الحاملة للقيم المنقولة المسعرة في البورصة، أو المفاوضة على السوق المنظم؛
- تخضع القيم المضافة عند التنازل عن الأسهم أو الحصص الاجتماعية من طرف الأشخاص الطبيعيين أو المعنويين غير المقيمين، للضريبة على الدخل الإجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات، تحدد هذه الضريبة بمعدل ثابت 20% محرر.
- إعفاء من الضريبة على الدخل الإجمالي أو ضريبة على أرباح الشركات،كل المنتجات والقيم المضافة عند التنازل عن الأسهم والقيم المشابهة، المحققة في إطار عملية إدراج في البورصة.
- إعفاء من حقوق التسجيل العمليات الحاملة لإجراءات الإدراج في البورصة(1).

الفرع الثاني: النظام الجبائي المطبق في السوق المالي المغربي: تعطي عملية الإدراج على مستوى بورصة الدار البيضاء، امتيازات مهمة تتمثل إحداها في الاستفادة من إعفاءات ضريبية هامة، حيث يتم منح تخفيضا على ضريبة الشركات خلال الثلاث السنوات المتتالية، ابتداء من السنة المالية التي تلي عملية الإدراج، وتحصل على تخفيض ضريبي يبلغ 50 % إذا تم إدراج الشركة في البورصة من خلال إجراء عملية رفع رأسمال بنسبة 20% على الأقل، مع التخلي عن حق الاكتتاب التفضيلي، كما يصل التخفيض الضريبي 25 % إذا تمت عملية الإدراج للشركة عن طريق تحويل ملكية أسهمها.

1- جباية الأدوات المالية: تهتم جباية الوسائل المالية بالمغرب أساسا برسمين:

---

1 - guide d'introduction en bourse ;SGBV , 2011, P27

1-1- الرسم على منتجات التوظيف عوائد ثابتة: تنص المادة 6 من قانون المالية لسنة 1992 على أن يقتطع الرسم على منتجات التوظيف لعوائد ثابتة من المصدر من طرف مؤسسات القرض، البنوك والشركات التي تسدد الفوائد والمنتجات المماثلة، ويقدر معدل الرسم بنسبة 20% أو30% حسب الحالات التالية:

معدل30% المحرر: المطبق على الفوائد والعوائد المماثلة، المقدمة لحاملي السندات أو سندات الخزينة المغفلين، الذين لا تعرف هويتهم عند سداد الفوائد أو عند تاريخ تسجيل حساباتهم، و تكون النسبة في هذه الحالة 30% ومحررة من الضرائب على الأرباح، أو من الضرائب على الدخل الإجمالي.

معدل20% غير المحرر: يطبق هذا المعدل على الفوائد والعوائد المماثلة، المقدمة لحاملي السندات وسندات الخزينة المغفلين، غير أنه في هذه الحالة أين يطبق معدل20%، يشترط على المستفيدين كشف هويتهم إبان تسجيلهم أو عند قبض الفوائد.

1- 2- الرسم على منتجات أسهم الحصص الجماعية والمداخيل المماثلة: وفقا للمادتين B-II- 173 وB-II- 174 الفصل 67 من المدونة العامة للضرائب، يجرى الحجز من المنبع بنسبة إبرائية تعادل 10% برسم عوائد الأسهم وحصص المشاركة والمداخيل المماثلة، عند دفع تلك العوائد للمستفيد أو عند وضعها رهن تصرفه أو عند تسجيلها بحسابه. يجب أن يدفع هذا الحجز من طرف الأشخاص المعنوية أو الذاتية المكلفة بجمعها، لصندوق قابض إدارة الضرائب، التابع له موطنهم الضريبي أو الإقامة الضريبية في الشهر الموالي للشهر الذي صدر فيه وفقا للمادة من المدونة المذكورة أعلاه.

1-3 - المداخيل المتعلقة بالضريبة: نقصد بها المداخيل الموزعة أساسا من طرف الشركات الخاضعة لضرائب الشركات:

- الأرباح: نتيجة النشاط الموزعة على المساهمين؛
- فوائد رأس المال وعوائد المساهمة الأخرى المماثلة: عوائد مدا خيل حصص المؤسسين؛
- المبالغ المقتطعة على الأرباح لاهتلاك رأس المال أو لإعادة شراء الأسهم.

يقدر معدل الرسم بـــ 10% من أجل التسوية بالمعدل الهامشي لضريبة الدخل الإجمالي، مع تراكم الاقتطاعات الجبائية.

2- **جباية القيمة المضافة للقيم المنقولة:** نقصد بها جباية المؤسسات عند التنازل عن القيم المنقولة ويعفى الأشخاص الطبيعيون من تحملها. كما تستفيد المؤسسة من التخفيضات المطبقة على القيم المضافة والمقدرة بنسبة 25%، في حالة ما إذا كانت فترة الحيازة من 4 إلى 8 سنوات، ولـــ 50% إذا فاقت الـــ 8 سنوات، وتعفى تماما من تحمل العبء الضريبي إذا ما تعهدت المؤسسة أنها ستعاود

استثمار المبلغ الناتج عن التنازل في القيم المنقولة في ظرف الثلاث سنوات القادمة، والاحتفاظ بها لمدة 5 سنوات على الأقل.

3- **النظام الجبائي على الاستثمار الأجنبي في بورصة الدار البيضاء:** ينبني النظام الجبائي المغربي الخاص بالمستثمرين الأجانب على ضريبتين :

- الضريبة على فائض القيمة : تطبق بنسبة 10 % الأشخاص الطبيعيون، ويعفى منها الأشخاص المعنويون.

- الضريبة على الربحية: تطبق بنسبة 10%

تخضع جباية المداخيل المتأتية من القيم المنقولة والمملوكة في المغرب، من طرف شركات أجنبية لقواعد خاصة مرتبطة بطبيعة هذه القيم، ووجود اتفاقيات جبائية منعقدة بين المغرب ودول إقامة الشركة الأجنبية المعنية. فإذا تعلق الأمر بمداخيل أوراق الاستدانة، فتكون خاضعة لضرائب الشركات عن طريق الاقتطاع من المصدر وبمعدل 10%، أما إذا تعلق الأمر بالمداخيل المتعلقة بقيم رأس المال، فتكون خاضعة للرسم(PTA) وبمعدل 15% ويكون الاقتطاع من المصدر. يكون هذان الاقتطاعان من المصدر محررين عن الضرائب والرسوم الأخرى، بينما يعفي قانون المالية، في إطار تشجيع الاستثمار الأجنبي وبهدف تنشيط البورصة أيضا ، المستثمرون الأجانب من الرسوم على العوائد عند التنازل.

4 - **المعالجة الجبائية للزيادات في القيمة المحققة عند تفويت القيم المنقولة :** تخضع الأرباح الناتجة عن تفويت القيم المنقولة، وسندات رأسمال الأخرى، وسندات الدين المسجلة بحسابات لدى الوسطاء الماليين المعتمدين، لاقتطاع من المنبع كضريبة على الدخل وذلك حسب طبيعة القيم، بنسبة إبرائية تعادل 15% أو 20 %[247]

يجب أن يدفع هذا الاقتطاع من المنبع، من طرف الوسطاء المذكورين سابقا لصندوق قابض إدارة الضرائب التابع له موطنهم الضريبي، في الشهر الموالي للشهر الذي تم فيه البيع.

الأشخاص الطبيعيون الذين يقومون بتفويت القيم المنقولة ، غير المسجلة في حساب لدى وسطاء ماليين معتمدين، يخضعون للضريبة على الدخل بنسبة إبرائية تعادل 20 %.[248]

بهذا الصدد، يجب أن يسلم الأشخاص المعنيون، مقابل وصل في نفس الوقت مع دفع الضريبة، إقرارا سنويا يتضمن بيانا بجميع عمليات التفويت المنجزة، لقابض إدارة الضرائب التابع له موطنهم الضريبي قبل الفاتح من أبريل من السنة التالية للسنة التي أنجز التفويت فيها.

---

247 حسب المادة 73-11- C من المدونة العامة للضرائب.

248 حسب المادة 84- I من المدونة العامة للضرائب

جدول رقم (25): النظام الجبائي المطبق على المداخيل المتأتية من المنتجات المالية في المغرب

الفائدة (زيادة القيمة)		مداخيل	
الاقتطاع من المنبع			
غير قاطنين	قاطنين	غير قاطنين	القاطنين الخاضعين للضريبة على الدخل
تفرض الضريبة على الدخل بالنسبة لجميع مداخيلها وأرباحها من مَصدر مغربي	٪ 20 الأرباح الصافية لتفويت سندات الاقتراض و سندات الدين الأخرى و الأسهم غير المدرجة و حصص هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة تخضع للضريبة على الدخل بنسبة 20٪ [249] 15٪ بالنسبة للأسهم المدرجة في البورصة و هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة بالأسهم.	10٪ دون إخلال مقتضيات الاتفاقيات الدولية بشأن منع الازدواج الضريبي	10٪ عوائد السهم وحصص المشاركة والدخول المعتبرة في حكمها 30٪ حاصلة من التوظيفات المالية ذات الدخل الثابت للأشخاص الطبيعيين المستفيدة مع استبعاد المهنيين الخاضعين لنظام صافي الدخل أو الدخل الصافي الحقيقي.

المصدر: من إعداد الباحثة: بالاعتماد على المادة 73 من المدونة العامة للضرائب

الفرع الثالث: النظام الجبائي المطبق في السوق المالي التونسي: نقدمه من خلال ما يلي:

1- **جباية العائد على السهم**: هي نفسها مهما كانت صفة المساهم، شخصا طبيعيا كان أو معنويا، فهو لا يخضع للضريبة على دخل الأشخاص الطبيعيين ولا للضريبة على الشركات.

1-1- **الجباية على القيمة الزائدة**: تختلف حسب الحالة:

1-1-1- بالنسبة لشركة مدرجة بالبورصة: لا تخضع القيمة الزائدة عند التفويت في الأسهم للضريبة .

1-1-2- بالنسبة لشركة غير مدرجة بالبورصة: على حسب:

---

[249] مادة 73 من المدونة العامة للضرائب.

- إذا كان المساهم شخصا طبيعيا، فإن القيمة الزائدة عند بيع الأسهم لا تخضع للضريبة على دخل الأشخاص الطبيعيين في حدود 10.000 دينار في السنة، وتخضع لهذه الضريبة بنسبة تحريرية بــ 10% بعنوان المبالغ التي تزيد عن ذلك الحد.

- إذا كان المساهم شخصا معنويا، فإن القيمة الزائدة تخضع للضريبة على الشركات. (ما عدا شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير).

1-2- النظام الجبائي عند النقص في قيمة السهم: يخصم النقص في قيمة السهم من القاعدة على الضريبة.

فضلا عن هذا، فإن المدخرات المكونة بعنوان النقص في قيمة سندات الشركات المدرجة، تعطي الحق في الخصم من قاعدة الضريبة، في حدود الفرق بين سعر الشراء ومعدل سعر السوق في شهر ديسمبر السابق لعملية البيع، و30 % من الأرباح الخاضعة للضريبة على الشركات، ويبقى ما زاد عن ذلك قابلا للنقل إلى السنوات المالية الموالية.

ينص قانون الضرائب على حافز جبائي يتراوح من 35 % إلى 100 % من الأرباح أو المداخيل الخاضعة للضريبة، وذلك عند الاكتتاب في رأس مال الشركات التالية عند التأسيس أو عند الترفيع فيه، و هي: الشركات المصدرة؛ الشركات التي تعمل في قطاع الإعلام؛ الشركات الموجودة بمناطق التنمية الجهوية أو في المناطق الاقتصادية الحرة.[250]

2- **جباية العائد على السندات**: قامت تونس بإصلاحات مختلفة على مستوى نظامها المالي، الجبائي والمحاسبي وكذلك التشريع المؤسساتي (1988) ، في إطار التعديل الهيكلي، بهدف وضع إطار قانوني، يسمح للسوق بالمساهمة في تمويل الاقتصاد. حيث تم إخضاع الودائع لدى البنوك إلى ضريبة إضافة إلى تخفيض معدلات الفائدة، في حين يستفيد الادخار الموجّه للقيم المنقولة من جباية لصالحه المتمثلة في إلغاء الجباية على القيم المضافة والأرباح الموزعة، وتخفيض الضريبة على أرباح الشركات من 80% إلى 35%.

تخضع الفوائض للضريبة باعتبارها دخلا لرؤوس أموال منقولة، حيث تأخذ الجباية شكل خصم من المورد.

2-1- بالنسبة للأشخاص المعنويين: الخصم من المورد[251] نسبته 20 % وهو قابل للطرح من الضريبة على الشركات.

---

[250] Guide des instruments financiers, bourse de Tunis,2012, P10
http://www.bvmt.com.tn/AR/documentation/investors/?view=products-guide

[251] يعتبر هذا الخصم من المورد تحريري بالنسبة للأشخاص المعنويين المعفيين من الضريبة على الشركات، مثل شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير.

2-2 – بالنسبة للأشخاص الطبيعيين: يمثل الخصم من المورد أيضا 20 %. إلا أن الفوائض الراجعة لهم لا تخضع للضريبة على الدخل في حدود سقف سنوي بـــ 1.500 دينار.

3- **النظام الجبائي لشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير:** تتمتع شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير بنظام جبائي مشجّع على عدة مستويات:

- تعفى القيمة الزائدة المحققة عند التفويت في مكونات المحفظة من الضريبة.
- تخضع المداخيل المتأتية من الفوائض إلى ضريبة تحريرية بنسبة 20 %.
- تعفى الأرباح من الضريبة على الشركات.
- لا تخضع كذلك الأرباح الموزعة على المساهمين بين أيدي هؤلاء، للضريبة على الشركات بالنسبة للأشخاص المعنويين والضريبة على الدخل بالنسبة للأشخاص الطبيعيين.
- لا تخضع القيمة الزائدة المحققة عند إعادة شراء شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير لأسهمها من عند مساهميها إلى الضريبة:

* بالنسبة للأشخاص الطبيعيين: يتمثل الامتياز في إعفاء كامل من الضريبة على الدخل.
* بالنسبة للأشخاص المعنويين: يتمثل الامتياز في إعفاء جزئي من الضريبة على الشركات.[252]

4- **النظام الجبائي للصندوق المشترك للتوظيف:** يخول حساب الادخار في الأسهم لصاحبه، طرح المبلغ المودع فيه من أساس الضريبة على الدخل في حدود سقف سنوي قيمته 20.000 دينار، على أن لا يتجاوز التخفيض في الضريبة الناتج عن ذلك نسبة 40 %، ويخضع التمتع بهذا الامتياز لشرطين:

-تقديم شهادة فيالأموال المودعة، مسلمة من قبل المؤسسة التي وقع فتح حساب الادخار في الأسهم لديها.

- تجميد المبلغ المودع[253] في الحساب لمدة خمس سنوات، ابتداء من جانفي للسنة التي تلي تاريخ الإيداع.

5- **النظام الجبائي على الاستثمار الأجنبي في بورصة تونس:** في إطار تحقيق أهدافها الاقتصادية والاجتماعية من خلال مختلف خطط التنمية (تطوير الاستثمارات، ترقية اليد العاملة)، أقدمت السلطات العمومية التونسية على تقنيات التحفيز الجبائي، على شكل مزايا جبائية ومالية للمستثمرين الأجانب، من خلال إعفاءات ضريبية على الدخل أو على الأرباح المعاد استثمارها في إطار الاكتتاب في المشاريع المصادق عليها في حدود 35% إلى 100 %. كما أقدمت الجمهورية التونسية على إبرام اتفاقيات مع دول أخرى، مؤسسات ومنشآت أجنبية في إطار تفادي الدفع الضريبي المزدوج.

---

252 وذلك في حدود الفرق بين سعر الاكتتاب ومعدل قيمة التصفية لشهر ديسمبر، الذي يسبق عملية إعادة الشراء من قبل الشركة المصدرة.

253 لا يعني تجميد المبلغ المودع في الصندوق تجميد الأسهم، إذ تبقى عمليات البيع و الشراء حرّة. إلا أنه يجب على صاحب الحساب، إعادة استثمار المبلغ الأصلي في شراء أوراق مالية أخرى.

الخلاصة

يوفر كل من السوق المالي المغربي و التونسي ، مجموعة متنوعة من الأدوات المالية للمستثمرين، تستجيب كل منها إلى أهداف مغايرة حسب مستوى المخاطرة و المردودية أو السيولة المنشودة.

هذا التنوع المقترن بالامتيازات الجبائية الممنوحة لبعض هذه الأدوات يساهم في تعميم الاستثمار في سوق الأوراق المالية. حيث يوفر هذا الأخير فرصا حقيقية لكل أنواع المستثمرين صغارا و كبارا خواصا أو مؤسساتيين.

تعمل كل من بورصتي المغرب و تونس على تطوير هيكلة السوق المالي لديهما و التحكم في إجمالي التكاليف بهدف تحقيق التنافسية مقارنة بالأسواق الخارجية. حيث يعتبر التحكم في التكاليف شرطا أساسيا لتحقيق تنافسية المنتجات المالية على المستوى المحلي أو الخارجي.

في هذا الإطار نجد إستراتيجية تطوير تهدف إلى تقليص التكاليف من خلال امتيازات جبائية بغرض الوصول إلى حيادية الجباية و التنافسية على المستوى الداخلي و إمكانية المنافسة على المستوى الخارجي.

بينما نلاحظ أن السوق المالي الجزائري و ابتداء من سنة 2009، تم الشروع في منح امتيازات جبائية تتمثل في مختلف الإعفاءات الضريبية و المتعلقة بالشركات المدرجة (بالنسبة للأشخاص المعنويين)، أو على المداخيل المتأتية من التعامل بالأوراق المالية (بالنسبة للأشخاص الطبيعيين).

حتى يتمكن السوق من لعب الدور المنوط به لابد أن يحقق مستوى من الكفاءة و نقصد هنا عملية التحكم بالمعلومة من حيث نوعيتها و سرعة دمجها في سعر القيمة المتعلقة بها.

و لا بد أن تلعب هيئات السوق عملية الإشراف على حماية المستثمرين صغارهم قبل كبارهم، وذلك من خلال الصرامة في معاقبة المخلين بذلك خطأ منهم أم عمدا، لأن التهاون في ذلك يفقد السوق الثقة فيه، و يسمح لفئة من المستثمرين من الاستفادة و تحقيق العوائد غير العادية،مما يدعو إلى عزوف فئة من المستثمرين عن التعامل عن طريق السوق و الاستثمار فيه، و بالتالي امتناع موارد مالية في تلبية احتياجات للتمويل.

وباستثناء السوق المغربي الذي أصبح يتمتع بتقنيات نشر المعلومة تضاهي نظيراتها في الدول المتقدمة، و وجود صرامة في مراقبة المؤسسات من خلال المعلومات المقدمة، نجد أن السوق المالي في كل من تونس و الجزائر تتهاون في معاقبة المؤسسات المخلة عند نشر المعلومة من حيث المضمون أو من حيث آجال النشر.

الفصل الخامس

مؤشرات نمو أسواق الأوراق المالية في الدول الثلاث

يرتبط تطور أسواق الأوراق المالية بالتطور الحاصل في الاقتصاد ككل، ففي مرحلة من مراحل التطور الاقتصادي هيمنت البنوك التجارية على القطاع المالي، و مع التطور الاقتصادي ازداد تخصص الوسطاء الماليون و نمت أسواق الأسهم و السندات. ولتحديد مدى تطور الأسواق المالية وربطه بمختلف مؤشرات الاقتصاد اعتمد الاقتصاديون على مجموعة من المؤشرات التي من شأنها أن تسهل فهم العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية والوسطاء الماليون من جهة، وقرارات تمويل الشركات والنمو الاقتصادي من جهة أحرى. كما تسمح للاقتصاديين و أصحاب القرار السياسي بتصنيف بلدانهم و إجراء المقارنات بينها بحسب مستوى تطور الأسواق المالية بها.لذلك وفي إطار المقارنة بين تطورالأسواق للأوراق المالية لكل من الجزائر، المغرب وتونس اعتمدنا المؤشرات التالية لتحليل الأداء:

1- مؤشر حجم سوق الأوراق المالية : ويتحدد عن طريق:

- حجم الإصدار
- عدد الشركات المدرجة
- الرسملة السوقية
- نسبة الرسملة السوقية من الناتج المحلي الإجمالي

2- تطور المؤشر البورصي

3- مؤشر سيولة السوق ويتحدد عن طريق:

- نسبة حجم التداول إلى إجمالي الناتج المحلي
- الدوران : نسبة إجمالي الأسهم المتداولة إلى رسملة السوق.
- تركيز السوق

المبحث الأول: حجم سوق الأوراق المالية في البلدان الثلاثة

سنقوم بدراسة حجم وعمق السوق من خلال النقاط التالية:

- تطور سوق الإصدار؛
- تطور عدد الشركات المقيدة في البورصة؛
- قيمة الرسملة السوقية.

المطلب الأول: تطور سوق الإصدار في الدول الثلاث

إن الهدف من وجود البورصة كسوق ثانوي، ليس فقط من أجل التداول وإنما لتشجيع سوق الإصدار، بحيث نرى من خلال سوق الإصدار، تطور التمويل المباشر باللجوء إلى السوق المالي، والمتمثل أساسا في الطلب العمومي للادخار والمتكون من مجموع عمليات التمويل المباشر، أي العمليات التي تتمكن من خلالها الجهة المصدرة (جهة عمومية أو خاصة) من تجميع رؤوس الأموال من الجمهور على شكل دين (بطرح سندات جديدة)، أو مساهمات في رأس المال (بطرح أسهم جديدة).

يعتبر سوق الإصدار، أحد أهم المؤشرات التي يمكن أن نحكم بها على مدى نمـــو ســـوق الأوراق المالية وتطوره.

حتى تتسنى لنا المقارنة، كون أن القيم المقدمة بالعملة الوطنية لكل بلد، ارتأينا أن نقدم قيمة كل عملة بالدولار الأمريكي من أجل توحيد القيم.

الجدول رقم (26): تطور العملة المحلية مقابل الدولار الأمريكي (متوسط الفترة)2000–2011

	الجزائر (دينار جزائري)	المغرب (درهم مغربي)	تونس (دينار تونسي)
2000	63.2 66	9.803	1.239
2001	74.796	10.626	1.373
2002	77.215	11.303	1.439
2003	79.682	11.021	1.422
2004	77.395	9.574	1.289
2005	72.061	8.868	1.246
2006	73.276	8.865	1.297
2007	69.292	8.192	1.280
2008	64.583	7.750	1.231
2009	72.647	8.057	1.349
2010	71.780	8.237	1.365
2011	74.707	8.345	1.370

Source; Economic statistics bulletin 2011 P9

كذلك يمكن تقديم مقارنة بين الدول المغاربية، من خلال مستوى الادخار وإقبال المستثمرين من مختلف الشرائح الاجتماعية للاستثمار والتوظيف في القيم المنقولة.

يبين الجدول التالي معدل الادخار المحلي من الناتج المحلي الإجمالي في دول المغرب العربي بالنسبة المئوية.

الجدول رقم (27): معدل الادخار المحلي المغاربي من الناتج المحلي الإجمالي (%)

الدول	1998 - 2001	2002 – 2005	2006-2011
الجزائر	36	47	54.5
المغرب	18	19	30.8
تونس	24	21	21

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على:

- تقرير الاتحاد الإفريقي حول دراسة الجدوى الخاصة بإنشاء بورصة عموم إفريقيا لسنة 2008.
- قاعدة بيانات البنك العالمي http://data.albankaldawli.org/indicator/NY.GNS.ICTR.ZS

يتبين من الجدول السابق، أن كلا من المغرب وتونس يتميزان بضعف مستوى الادخار المحلي، بالمقارنة مع الجزائرالتي تتوفر على مدخرات مهمة.

الفرع الأول: **تطور سوق الإصدار في الجزائر**: يتميز سوق الإصدار في الجزائر بالضعف، ويتجلى ذلك من خلال محدودية عدد الشركات المدرجة في البورصة، حيث يمكن تلخيص إجمالي الإصدارات التي عرفها السوق المالي الجزائري في مايلي:

كانت أول عملية إصدار لشركة سوناطراك وشركة رياض سطيف عام 1998، ليتبعه بعد ذلك إصدار لشركتي صايدال والأوراسي في عام 1999، لتشهد بعد ذلك البورصة توقفا لعمليات الإصدار إلى غاية 2003، عندما أصدرت شركة إعادة تمويل الرهن العقاري سندات دين مؤسساتي، وفي سنة 2004 قامت شركة الخطوط الجوية الجزائرية وشركة سونلغاز، بتدعيم سوق السندات عن طريق تسجيل إصدار سندات دين كليهما، وفي سنة 2005 شهد سوق السندات إصدارات لسبع (07) قروض سنديه بمبلغ 62.72 مليار دينار، مقابل مبلغ 44.89 مليار دينار في سنة 2004، أي تسجيل ارتفاع نسبته 39.7%، و ذلك كما هو موضح حسب الجدول التالي:[254]

---

[254] - Rapport COSOB 2005, P21

الجدول رقم (28): القروض السندية المصدرة في السوق الجزائري خلال سنة (2005)

البيان	المبلغ (مليار دج)	المدة (السنوات)	تاريخ الاستحقاق	النسبة (%)	السعر المتوسط
مؤسسة سونغاز الشطر الأول (إعادة فتح) الشطر الثاني الشطر الثالث	10 1.8 3.3 4.9	7 9 11	2011/12/27 2014/03/31 2016/03/31	3.5 4.0 4.2	102.43 99.16 96.65
سونلغاز(الجمهور الواسع)	15.9	6	2011/05/22	3.5 3.75 4.00 4.25 5.00 7.00	100
مؤسسة الخطوط الجوية الجزائرية	12.32	6	2011/05/18	4.00	98.91
المؤسسة الوطنية للأشغال البترولية	5	5	2010/07/20	2.75	102.23
مؤسسة اتصالات الجزائر الشطر الأول الشطر الثاني	6.5 3.35 3.15	2 3	2007/11/13 2008/11/13	2.75 3.00	99.92 99.75
المؤسسة الوطنية للحفر الشطر الأول الشطر الثاني	8 4.08 3.92	5 6	2007/11/13 2008/11/13	2.75 3.00	100.09 100.12
مؤسسة سفيتال الشطر الأول الشطر الثاني	5 2.93 2.07	5 6	2011/11/18 2012/11/18	3.75 4.00	100.34 100.05
المجموع	62.72 مليار د ج				

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقرير السنوي للجنة مراقبة و تنظيم البورصة،2005 ص 21-24

وفي سنة 2006، شهد سوق السندات إصدار أربعة قروض سندية أخرى[1]. و هي كما يوضحها الجدول التالي:

---

1 ــ كوسوب، التقرير السنوي 2006، ص 41

الجدول رقم (29): القروض السندية المصدرة في السوق الجزائري خلال سنة (2006)

البيان	المبلغ (مليارد ج)	المدة (السنوات)	تاريخ الاستحقاق	النسبة (%)	السعر المتوسط
مؤسسة سونلغاز	11.65				
الشطر الأول	6	9	2015/05/16	4.65	100
الشطر الثاني	5.65	11	2017/05/16	4.85	100
المؤسسة الوطنية للأشغال البترولية	8				
الشطر الأول	4.45	5	2011/06/14	3.30	99.33
الشطر الثاني	3.55	6	2012/06/14	3.50	99.2
المؤسسة العربية للإيجار المالي	3.65				
الشطر الأول		5	2011/07/19	3.85	99.76
الشطر الثاني		6	2012/07/19	4.00	100
اتصالات الجزائر	21.59	5	2011/10/17	4.00	100
المجموع	44.89 مليار د ج				

المصدر: التقرير السنوي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، 2006

تجدر الإشارة هنا أنه خلال نفس السنة، تم سحب سند رأسمال الرياض سطيف من البورصة بتاريخ 6 ديسمبر 2006 بطلب من المصدِر، الذي قدم ملف عرض علني للانسحاب، طبقا للتشريع المعمول به، وجاء هذا الطلب إثر قرار مجلس مساهمات الدولة سحب الشركة من البورصة قصد التنازل عنها للقطاع الخاص.

على غرار سنة 2005 وسنة 2006 فقد دعم سوق السندات سنة 2007 بإصدار ثلاثة قروض سندية أخرى، رغم انخفاض قيمتها بالمقارنة مع سنتي 2005 و 2006. وهو ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (30): القروض السندية المصدرة في السوق الجزائري خلال سنة (2007)

البيان	المبلغ (مليار د ج)	المدة (السنوات)	تاريخ الاستحقاق	النسبة (%)	السعر المتوسط
الشركة العربية للإيجار	3.3	5	2012/01/11	3.85	99.63
شركة التعليم المهني عن بعد و التزويد بخدمات الانترنت	0.5 0.3 0.2	2 4	2009/06/3 2011/06/3	4.20 4.80	100 110
المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار	4	5	2012/12/6	3.85	100.41
المجموع	7.8 مليار د ج				

المصدر: التقرير السنوي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة،2007

لم يسجل سنة 2008 أي إصدار جديد فيما يتعلق بقيم رأس المال، حيث أصبح قسم بورصة الجزائر يضم سهمين اثنين: مؤسسة تسيير نزل الأوراسي ومؤسسة صايدال.

ينبغي التذكير بأن سهم رياض سطيف سبق أن كان موضوع طلب علني للإنسحاب سنة 2006، وقد تحقق هذا الطلب.

سلّمت اللجنة أثناء سنة 2008 ثلاث تأشيرات لثلاث قروض سندية (نفس العدد من التأشيرات في سنة 2007)، غير أن مبلغ الأموال التي تم رفعها، وصلت إلى 36 مليار دينار مقابل 7.8 مليار دينار سنة 2007، وأخذت مجموعة سونلغاز حصة الأسد بمبلغ 30 مليار دينار.

من ضمن التأشيرات التي سلمتها اللجنة في سنة 2008، التأشيرة الممنوحة للمذكرة الإعلامية عن القرض السندي للشركة المساهمة دحلي، ودخلت هذه الشركة للمرة الأولى إلى هذه السوق. كما يجدر التذكير بأنها كانت أول شركة من القطاع الخاص تقوم بإصدار قروضا موجهة للجمهور الواسع، وكانت القروض السندية السابقة الصادرة عن القطاع الخاص توجه للمستثمرين المؤسسين[1]

الجدول رقم (31): القروض السندية المصدرة في السوق الجزائري خلال سنة (2008)

البيان	المبلغ (مليار د ج)	المدة سنوات	تاريخ الاستحقاق	النسبة (%)	السعر المتوسط
مؤسسة سونلغاز 14	30	06	2014/07/28	7	100
دحلي	8.3	07	2016/01/11	4	100
المجموع	38.3 مليار دينار د ج				

المصدر: التقرير السنوي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، 2008

قررت اللجنة العامة للخزينة العمومية القيام بتسعير سندات الاستحقاق الشبيهة للخزينة ببورصة الجزائر، وتمثل هذه السندات مبلغا قدره 145 مليار دينار، وبلغ عدد السندات التي تم إدخالها ستة عشر (16) سندا، تتوزع على ثلاث فترات إنضاج، مدتها سبع(7) سنوات وعشر(10) وخمسة عشر(15) سنة.

جرت أول جلسة لتسعير سندات الاستحقاق الشبيهة للخزينة يوم 11 فبراير سنة 2008.

إن سندات الاستحقاق الشبيهة للخزينة، تصدرها الدولة عن طريق المناقصة في السوق الأولي لقيم الخزينة.

يهدف هذا الإجراء أولا إلى إعادة تفعيل سوق البورصة الوطنية، عبر تزويدها بسندات سيادية على المديين المتوسط والطويل، ومن خلال التمكين أيضا من إعداد منحنى مردودية يستخدم كمرجعية بالنسبة إلى مردودية رؤوس الأموال المستثمرة، كما أن إدخال سندات الاستحقاق الشبيهة للخزينة

---

1 ـــ تقرير كوسوب، 2008

إلى البورصة، سوف يسمح للمستثمرين بالحصول على سندات سائلة ومأمونة، ويعطي عمقا لسوق قيم الدولة، والمساهمة في إضفاء حركية جديدة على بورصة الجزائر.

يندرج إدخال سندات الاستحقاق الشبيهة للخزينة في البورصة ضمن إطار الإصلاحات المالية، التي بادرت بها وزارة المالية، بهدف تطوير سوق رؤوس الأموال التي تمثل موردا مكملا ضروريا للتمويل المصرفي.

سلّمت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة خلال سنة 2009، تأشيرتين بناء علـــى مـــذكرتين إعلاميتين تتعلقان بمبلغ قدره 31 مليار دج، حيث تم تسليم التأشيرة الأولى لمؤسسة سونلغاز على مبلـــغ إصدار قدره 25 مليار دج؛ وأما التأشيرة الثانية فقد تم تسليمها لمجموعة مؤسسة الأشغال العمومية "حداد" التي دخلت للمرة الأولى إلى سوق القروض السندية لرفع مبلغ قدره ستة (06) ملايير دينار[1].

الجدول رقم (32): القروض السندية المصدرة في السوق الجزائري خلال سنة (2009)

البيان	المبلغ (مليار د ج)	المدة	تـــــــــــاريخ الاستحقاق	القيمة (%)
مؤسسة سونلغاز الشطر الأول الشطر الثاني	25 10 15	09 11		3.75 4
مؤسسة حداد	6	5	2014/12/14	4.10
المجموع	31 مليار د ج			

المصدر: التقرير السنوي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، 2009

كما سجّلت السنة المالية 2009 ثلاثة (03) إصدارات جديدة لسندات استحقاق شبيهة للخزينة بآجال 7 سنوات و 10 سنوات و 15 سنة الممثلة في الجدول التالي:

الجدول رقم (33): سندات استحقاق شبيهة للخزينة المصدرة سنة 2009

صنف السندات	العدد	تاريخ الإصدار	تاريخ الاستحقاق
07 سنوات	01	2009/01/21	2016/01/24
10 سنوات	01	2009/02/18	2019/02/20
15 سنة	01	2009/03/18	2024/03/18

المصدر: التقرير السنوي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، 2009، ص 39

1 ـــ تقرير كوسوب، 2009

تميزت سنة 2010 بإدراج سهم جديد لشركة أليانس للتأمينات، بتاريخ 02 نوفمبر 2010، ويجدر بنا الإشارة هنا أنه يعتبر أول إدراج لسهم منذ سنة 1999 (وهو تاريخ إدراج سهم صايدال).

نتائج العملية:

1.338.346 سهم يملكهم 5374 شخص طبيعي

181.625 سهم تملكهم 04 هيئات

276.248 سهم يملكهم أشخاص معنويون

3.635 سهم يملكهم 16 عون عام

4.657 سهم يملكهم 56 عامل.

سعر الإصدار: 830 دج.

كما سلّمت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، خلال سنة 2010، تأشيرة واحدة تتعلق بملياري (02) دينار تخص المؤسسة المالية " الائتمان الإيجاري المغاربي بالجزائر "، مدة إنضاجه خمس (05) سنوات، إضافة إلى أنها سجّلت ثلاثة (03) إصدارات جديدة متعلقة بسندات استحقاق شبيهة للخزينة بآجال 7 سنوات و 10 سنوات و 15 سنة، بقيمة إجمالية 19.9 مليار دينار.

يمكن تقديم هذا الإصدار حسب الجدول التالي الجدول التالي:

الجدول رقم (34): سندات استحقاق شبيهة للخزينة المصدرة سنة 2010

صنف السندات	العدد	القيمة (دج)	تاريخ الإصدار	تاريخ الاستحقاق
07 سنوات	01	5000.000	2010/11/03	2017/03/05
10 سنوات	01	5000.000	2010/03/17	2020/03/18
15 سنة	01	4990.000	2010/04/07	2025/04/07

المصدر: التقرير السنوي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، 2010

لم تشهد سنة 2011 إلا مُصدرا واحدا، يتمثل في الخزينة العمومية التي قامت بإصدار 3 خطوط بقيمة إجمالية تقدر بـــ 15 مليار دج.

الجدول رقم (35): سندات استحقاق شبيهة للخزينة المصدرة سنة 2011

صنف السندات	القيمة (مليون دج)	العدد	تاريخ الإصدار
07 سنوات	5000.000	01	11/04/06
10 سنوات	5.000.000	01	11/05/04
15 سنة	5.000.000	01	11/06/01

المصدر : التقرير السنوي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، 2011

يمكن تلخيص تطورات سوق الإصدار في الجزائر خلال الفترة (2000-2011) حسب الجدول التالي:

الجدول رقم (36): تطور سوق الإصدار في الجزائر خلال الفترة (1998–2011) (الوحدة: مليار دج)

	1998	**1999**	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**
الأسهم	4.8	1.5	----	----	----	-----	----
السندات	12	----	----	----	----	2.18	49.29
المجموع	16.8	1.5	00	00	00	2.18	----
	2005	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**
الأسهم	----	----	----	----	----	1.433	----
السندات	62.72	44.89	7.8	44.3	31	02	----
س إ ش خ	----	----	----	145	226.245	19.9	15
المجموع	62.72	44.89	7.8	149.3	257.245	23.333	15

المصدر: من إعداد الباحثة

الجدول رقم (37): معدل تطور سوق الإصدار في الجزائر خلال الفترة (1998–2011) (%)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
$\sum$الإصدارات	----	- 91	----	----	----	----	+2161
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
$\sum$الإصدارات	+27.24	-29	- 83	+1814	+72	- 90	- 36

المصدر : من إعداد الباحثة

عرف سوق السندات في الجزائر تراجعا "معتبرا" سنة 2011، حيث بلغ قيمة إجمالية قدرها 32.36 مليار دج، مقابل 69.85 مليار دج سنة 2010 (6.53 %)، كما أن هذا التراجع يعود إلى غياب عمليات تجديد وتموين السوق عقب انتهاء أجل 3 قروض من ضمن القروض السندية الخمسة المؤشرة في البورصة.

يتعلق الأمر بالقرض السندي لشركة الخطوط الجوية الجزائرية المقدر بـــ14.1 مليار دج، الذي انتهى أجله في ديسمبر 2010، والقرض السندي سونلغاز المقدر بـــ15.9 مليار دج، الذي انتهى أجله في ماي 2010، والقرض السندي لاتصالات الجزائر المقدر بـــ 21.5 مليار دج الذي انتهى أجله في أكتوبر2011.

كما تم تعويض بين سنتي 2009 و2011 أكثر من 50 مليار دج، دون أن تكون هناك عملية واحدة لتموين هذه السوق.

يتميز سوق الإصدار في الجزائر بالعشوائية، بحيث نلتمس أن كل الإصدارات التي شهدتها بورصة الجزائر، لا تندرج تحت أي خطة اقتصادية أو مالية، فأمام عزوف الشركات العمومية والخاصة عن الانضمام للتعامل على مستوى السوق، بقي السوق يحرَك بشكل أساسي من طرف الخزينة بإصدارها لسندات استحقاق شبيهة للخزينة، إذ تهدف السلطات الحكومية من خلال هذا الإجراء إعادة تفعيل سوق البورصة الوطني، عبر تزويده بسندات سيادية على المديين المتوسط والطويل، ومن خلال التمكين أيضا بإعداد منحنى مردودية يستخدم كمرجعية بالنسبة إلى مردودية رؤوس الأموال المستثمرة، كما يسمح إدخال سندات استحقاق شبيهة للخزينة إلى البورصة، للمستثمرين بالحصول على سندات سائلة ومأمونة، بحيث يكون الهدف المنشود من خلال هذه العملية إعطاء عمقا لسوق قيم الدولة والمساهمة في إضفاء حركية جديدة على مستوى بورصة الجزائر[1].

الفرع الثاني: **تطور سوق الإصدار في المغرب**: عرف سوق الإصدار سنة 1999، إصدارات مقدرة بـ 3.8 مليار درهم، مسجلا انخفاضا بنسبة 11 % مقارنة بسنة 1998، في حين سجّلت الأسهم مضاعفتها بثلاث مرات، نتيجة لعمليات الدمج والامتصاص. بينما بقيت إصدارات السندات الخاصة جد محدودة وإصدارات سندات الخزينة باتجاه الانخفاض، بينما القروض العمومية تقلصت بـ 50% أين انتقلت من 2 مليار درهم سنة 1998 إلى 791 مليون درهم لسنة 1999 [2].

تميزت سنة 2000 بارتفاع إصدارات السندات بنسبة 211 % مقارنة بالسنة السابقة، ويرجع هذا أساسا إلى:

- أول إصدار لسندات قابلة للتحول إلى أسهم والمتعلقة بالشركات المغفلة بقيمة 400 مليون درهم.
- إصدارCIH إصدارين بقيمة 291 و 50 مليون درهم على التوالي، من أجل تمويل السكن الاجتماعي[3].

تبقى الإصدارات السندية سنة 2001، بمعناها طلب القرض باللجوء إلى السوق المالي، جد ضعيفة (6.5% من المخصص الإجمالي لرأس المال الثابت)، مقارنة باستعمال القروض البنكية، غير أنه عرف ارتفاعا نسبته 70% هذه السنة مقارنة بالسنة الماضية.

يعتبر القرض المصدر من طرف ONA أهم إصدار سندي ميّز سنة 2001، الذي بمجمله موجه للمستثمرين المؤسسين، أين حملت العملية سندات مدتها 5 سنوات بقيمة مليار درهم، وتعتبر عملية استثنائية، إذ أنها أول عملية طلب عمومي للادخار بهذا الحجم. بينما يقدر إصدار BNDE بـ 600 مليون درهم[4].

1-Abdelkrim Salhi, rapport de la COSOB:La Bourse d'Alger déconnectée du monde économique, P1-5
2 - RAPPORT CDVM 1999, P21
3 -RAPPORT CDVM 2000, P19
4- RAPPORT CDVM 2001, P24

عرف سوق إصدار الأسهم سنة 2002، ركودا لصالح سوق إصدار السندات الذي عرف انتعاشا، حيث ارتفع بنسبة 141 % مقارنة بالسنة السابقة، فقد عرفت سنة2002 تسعة (09) إصدارات مقابل إصدارين (2001). [1]

شهد سوق إصدارا لأسهم لسنة 2003، ارتفاعين لرأس المال لقيمة إجمالية تقدر بـ 251 مليون درهم لمؤسستين مسعرتين :

- La Marocaine Vie: من خلال رفع رأس مالها بقيمة 151 مليون درهم؛
- Sofac CREDIT: من خلال رفع رأس مالها بقيمة 100 مليون درهم؛

ليرتفع إصدار الأسهم لسنة 2003 بنسبة 257% مقارنة بسنة 2002.[2]

عرف سوق الإصدار سنة2004، تطورا كبيرا ليبلغ قيمة تفوق 12 مليار درهم مقارنة بـ 7.5 مليار درهم سنة 2003 أي نمو بنسبة 60 %.

سجّلت سنة 2004 ارتفاعا مهما في إصدار السندات الخاصة المقدرة بـ 4.230 مليون درهم، كذلك قدّرت سندات الخزينة لهذه السنة 4.384 مليون درهم مقابل 642 مليون سنة 2003، ويرجع هذا الارتفاع أساسا إلى زيادة أسعار الفائدة المرافقة للسندات.

يبقى ارتفاع إصدار الأسهم جد متواضعا، إذ يقدر بحوالي 5 % من مجموع الإصدارات، إلا أنه ارتفع مقارنة بسنة 2004 بنسبة 100% [3].

قدّرت إصدارات سنة 2005 بـ 12.2 مليار درهم، وهو تقريبا نفس قيمة إصدار سنة 2004. وهو ناتج عن تطورين باتجاهين متعاكسين :

– ارتفاع هام لزيادة رأسمال Afriqua Gaz بـ (01) مليار درهم و CIH بـ 1.850 مليار درهم؛
– انخفاض الإصدار السندي مقارنة بسنة 2004 بنسبة 21 %؛

كذلك من أهم ما تميزت به سنة 2005 هو إصدار سندي من طرف La SFI من مجموعة البنك العالمية، لقيمة تقدر بـ (01) مليار درهم، حيث تعد هذه العملية أول إصدار سندي يطرح من قبل مصدر غير مقيم.[4]

بلغت الإصدارات الإجمالية لسنة 2006 قيمة 10.7 مليار درهم، أي تراجع بالنسبة لقيمة إصدارات السنة السابقة بنسبة 12 %. ويرجع هذا نتيجة للانخفاض الملحوظ والهام المشهود في إصدارات الأسهم لهذه السنة، كذلك إصدارات سندات الخزينة قصيرة الأجل، ورغم ارتفاع الإصدارات للسندات المتوسطة والطويلة، غير أنها لم تكن قادرة للتعويض[5] .

عرفت سنة 2007 ارتفاعا غير مسبوق للإصدارات التي فاقت في مجملها قيمة 26.5 مليار درهم، ويسجل هذا كتطور كبير بالنسبة للسنة السابقة أي بنسبة نمو 147 %.

1-RAPPORT CDVM 2002, P 36
2-RAPPORT CDVM 2003, P 39
3-RAPPORT CDVM 2004, P 45
4-RAPPORT CDVM 2005, P43
5-RAPPORT CDVM 2006, P 24

يرجع هذا الارتفاع أساسا في اللجوء المكثف للبنوك وإلى الإصدار على مستوى سوق شهادات الإيداع، من أجل تمويلهم على المدى المتوسط والطويل، بحيث قدّرت قيمة هذه الإصدارات بقيمة 14.6 مليار درهم سنة 2007 مقابل 3.5 مليار درهم سنة 2006.

كذلك لا بد من تسجيل التطور الكبير الذي عرفه سوق إصدار الأسهم لسنة 2007 مقارنة بـ 2006 (+750%)، ويرجع الفضل في هذا أساسا للشركات العقارية الرأسمالية، التي طلبت إدراجها في البورصة (2007)، التي نذكر منها La CGI برأسمال قدره 2.1 مليار درهم، بينما الإصدارات الأخرى حققت ارتفاعا في رأس المال بقيمة 2.3 مليار درهم، نذكر منها شركة Douja Promotion Groupe Addoha التي حققت ارتفاعا في رأس المال النقدي بـ 2.1 مليار درهم.[1]

إن ارتفاع الإصدارات سنة 2008 إلى ما يقارب 53 مليار درهم، أكثر من مرتين إصدارات السنة السابقة، ويعود ذلك إلى الاحتياجات الهامة للبنوك والتي لجأت بشكل واسع إلى إصدار السندات وشهادات الإيداع.[2]

انخفض إجمالي الإصدارات من 52.68 مليار درهم سنة 2008 إلى 44.17 مليار درهم سنة 2009 أي بنسبة (- 16 %)، يرجع سبب هذا الانخفاض إلى تراجع الإصدارات على مستوى إصدارات السوق المتوسط وطويل الأجل (– 6.6 %)، والتراجع على مستوى إصدارات السوق قصيرة الأجل (– 58.6 %)، حيث بعد الديناميكية التي شهدها السوق منذ سنة 2004 والمتعلقة بالإدراجات للقيم الجديدة في البورصة، عرفت سنة 2008 قلة عدد الإدراجات، لتنعدم في سنة 2009، والتي لم تشهد أي طلب دخول لأي مؤسسة جديدة. غير أن السوق شهد عمليات الرفع في رأس المال للمؤسسات المسعرة مسبقا من خلال خمس (05) جهات مصدرة من خلال طلب عمومي للادخار، ثلاث منها تحققت من خلال تحويل الأرباح إلى أسهم، واحدة بالاكتتاب العددي، وواحدة بالتقديم العيني.[3]

عرف سوق الإصدار المغربي تطورا كبيرا ومهما خلال سنة 2010، ليرقى إلى قيمة إجمالية تفوق 71 مليار درهم مغربي، أي ارتفاع بنسبة 73.1 % مقارنة بالسنة السابقة.

يرجع هذا الارتفاع أساسا إلى زيادة الإصدارات على مستوى السوق المتوسط وطويل الأجل (+71.8 %)، الذي عوّض انخفاض إصدار السوق قصيرة الأجل من سندات الخزينة (– 1.7%).

على غرار سنة 2009، لم يشهد السوق المالي المغربي خلال سنة 2010 أي عملية إدراج لأسهم جديدة.[4]

ارتفعت إصدارات السوق الإجمالية سنة 2011 إلى قيمة تفوق 75 مليار درهم، أي ارتفاعا بنسبة (6.4%) مقارنة بسنة 2010. من أهم عوامل هذا الارتفاع نذكر:

– ارتفاع الإصدارات على مستوى السوق المتوسط وطويل الأجل (+4.1 %)، إضافة إلى ارتفاع إصدارات

1-RAPPORT CDVM 2007, P21
2-RAPPORT CDVM 2008, P23
3- RAPPORT CDVM 2009, P 22
4-RAPPORT CDVM 2010, P25

شهادات الإيداع (+1.7 مليار درهم)، وإلى إصدار سندات مؤسسات التمويل (+ 1.6 مليار درهم)؛

- ارتفاع الإصدارات على مستوى السوق القصير الأجل (+ 60.9%)، من خلال إصدار سندات الخزينة (+ 2.1 مليار درهم)؛

- كل هذا مع ثبات ارتفاع إصدار الأسهم عند القيمة 7.3 مليار درهم.[1]

الجدول رقم (38): تطور سوق الإصدار في المغرب خلال الفترة (1999–2011)

السنوات	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
إصدار الأسهم (مليار درهم)	2.74	2.1	0.67	0.07	0.25	0.52	3.06	0.56	4.76	3.77	2.5	7.34	7.33
%	72	42	11	1	4	5	25	6	18	8	6	11	10
إصدار السندات (مليار درهم)	1.06	3.3	5.21	7.8	7.25	11.56	9.16	10.14	21.72	48.91	41.67	63.8	68.39
%	28	58	89	99	96	95	75	94	82	92	94	89	90
مجموع الإصدارات	3.8	5.4	5.8	7.9	7.5	12.08	12.2	10.7	26.48	52.68	44.17	71.14	75.72

المصدر: من إعداد الباحثة

الجدول رقم (39): معدل تطور سوق الإصدار في المغرب خلال الفترة (1999–2011) (%)

السنوات	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
إصدار الأسهم	---	-24 %	-71%	-90%	+257%	+108%	+488%	-82%	+750%	-21%	- 34%	+193%	0%
إصدار السندات	---	+211%	+67%	+40%	- 8%	+59%	-21%	+10%	+114%	+125%	- 15 %	+53%	+7%
مجموع الإصدارات	-11 %	+47%	+10%	+27%	- 6%	+61%	+1%	-13%	+147%	+98%	- 17%	+61%	+6%

المصدر: من إعداد الباحثة

1- RAPPORT CDVM 2011, P24

من خلال الجدول أعلاه، يظهر جليا هيمنة سوق إصدار السندات مقارنة بسوق إصدار الأسهم. كذلك تطور إصدار السندات يتضاعف وبحجم كبير من سنة لأخرى، مقارنة بالتطور البطيء الذي يعرفه سوق إصدار الأسهم، الذي انتقلت قيمته خلال الفترة (2001-2011) من 0.67 مليار درهم إلى 7.33 مليار درهم، أي ارتفاع خلال الفترة بنسبة (994%)، في حين عرف سوق إصدار السندات ارتفاعا خلال نفس الفترة من 5.54 مليار إلى 68.39 مليار درهم، أي بنسبة (1134%)،كل هذه الارتفاعات كان لها الأثر الإيجابي على تطور سوق الإصدار إجمالا، والذي انتقل خلال نفس الفترة من 6.2 مليار درهم إلى 75.72 مليار درهم، أي تطور بنسبة (1121%).

الفرع الثالث: تطور سوق الإصدار في تونس: يتضمن سوق الإصدار في تونس على مجموعة مختلفة من الشركات، وإن كانت تتميز نوعا ما بقلة عددها مقارنة ببعض البورصات العالمية أو حتى العربية، حيث يبلغ عدد الشركات المقيدة 57 شركة عام 2011. كما يتميز عدد الشركات المقيدة بالتقلب وعدم الثبات من سنة لأخرى، ما جعل إجمالي قيمة الإصدارات الأولية يتقلب هو الآخر من سنة لأخرى، حيث وبعد تسجيل ما قيمته 279 مليون دينار من الإصدارات الأولية عام 2002 تراجعت هذه القيمة إلى 182 مليون دينار عام 2003، لتعاود الارتفاع إلى 204 مليون دينار عام 2004، لتنخفض مرة أخرى إلى 188 مليون دينار عام 2005 لتحقق فيما بعد وفي سنة 2006 ما قيمته 463 مليون دينار مع إدراج ثلاث (03) شركات جديدة في البورصة، إلا أن هذه القيمة تراجعت سنة 2007 إلى 394 مليون دينار، رغم إدراج ثلاث شركات أخرى جديدة، وهو ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (40): تطور سوق الإصدار في تونس خلال الفترة(2002-2011)

		2002	2003	2004	2005	2006	2007
الأسهم	القيمة (مليون دينار)	46	57	93	88	235	140
	النسبة (%)	16	31	46	47	51	36
السندات	القيمة (مليون دينار)	233	125	111	100	228	254
	النسبة (%)	84	69	54	53	49	64
المجموع	القيمة (مليون دينار)	279	182	204	188	463	394

		2008	2009	2010	2011
الأسهم	القيمة (مليون دينار)	311	404	290	154
	النسبة (%)	45	38	43	46
السندات	القيمة (مليون دينار)	374	656	615	180
	النسبة (%)	55	62	67	54
المجموع	القيمة (مليون دينار)	685	1060	905	334

المصدر: من إعداد الباحثة

يتبين من خلال الجدول أعلاه، أن حصة إصدارات سندات الدين تمثل النصيب الأكبر من مجموع الإصدارات خلال الفترة، وذلك رغم تسجيله لبعض التراجع سنة 2006 عندما بلغت قيمة إصدارات سندات الدين 228 مليون دينار، أي بنسبة 49% من مجموع الإصدارات مقابل 69 % و84% في سنتي 2003 و 2002 على التوالي. إلا أن هذا التراجع تم تداركه سنة 2007 بتسجيل ما نسبته 64% من مجموع الإصدارات بقيمة 254 مليون دينار، مقابل 140 مليون دينار إصدارات في شكل أوراق رأس المال، هذه الأخيرة سجلت تراجعا بنسبة 40.4% بالمقارنة مع سنة 2006 عندما سجل ما قيمته 235 مليون دينار.

بلغت قيمة إصدارات الشركات التونسية عن طريق المساهمة العامة، باعتبار عمليات رفع في رأس المال بإدماج الاحتياطي، 685 مليون دينار مقابل 394 مليون دينار سنة 2007 مسجلة بذلك تطورا بنسبة 73.9 %. يرجع التطور المسجل إلى ارتفاع قيمة الإصدارات المتعلقة برفع رأس المال وبنسبة 122.4 %.[255]

بلغت حصة إصدارات سندات الدين المؤشر عليها 55% من مجموع الإصدارات خلال سنة 2008 مقابل 64% سنة 2007.

بلغ حجم إصدارات أوراق رأس المال، 311 مليون دينار مقابل 140 مليون دينار سنة 2007، مسجلا بذلك تطورا بنسبة 122.4%.

بعد الإدراج الأول بالبورصة لشركة الإنتاج الفالحي، في السوق البديل لتسعيرة البورصة في شهر نوفمبر2007، تم الإدراج الثاني في هذا السوق في شهر جوان 2009 ، يخص هذا الإدراج شركة سرفيكوم التي تم قيدها على إثر زيادة في رأس مالها بواسطة عرض عمومي للاكتتاب بقيمة 3.25 مليون دينار، وقد بلغت نسبة الاستجابة لهذا العرض140 %.

كما تدعّم السوق الرئيسي لتسعيرة البورصة في شهر أكتوبر 2009 بدخول شركة جديدة، هي شركة إسمنت بنزرت، التي دخلت البورصة بعدما قامت بتعبئة مبلغا قدره 101.3 مليون دينار بواسطة عرض عمومي للاكتتاب. يعتبر هذا المبلغ الأعلى الذي تم تعبئته في السوق من مستثمرين تونسيين، وقد شهدت هذه العملية نسبة استجابة تزيد عن 100 %.

كذلك وافق مجلس إدارة بورصة تونس المجتمع يوم 29 ديسمبر 2009 على إدراج شركة تأمينات سليم، عن طريق عرض عمومي للاكتتاب في إطار زيادة في رأس مال يبلغ 3.3 مليون دينار، حيث أصبح رأس مالها في حدود 13.3 مليون دينار، وقد أنجزت هذه العملية في نهاية الربع الأول من سنة 2010. وانتقل عدد الشركات المدرجة إلى 52 شركة في نهاية 2009، علما بأنه تم طرح عرض عمومي للسحب بخصوص أسهم شركة بالم بيتش في شهر ديسمبر 2009.

---

255 Rapport BVMT 2007

بلـــغ عدد الإصدارات الجديدة لمختلف أنواع سندات الشركات المدرجة سنة 2010، والحاصلة على تأشيرة هيئة السوق المالية 33 عملية بقيمة بلغت 905 مليون دينار مقابل 34 عملية بقيمة 1060 مليون دينار سنة 2009. [1]

شملت إصدارات سندات رأس المال 18 عملية بقيمة بلغت 290.2 مليون دينار، وهو ما يعادل إصدار 115 مليون سهم، وبلغت عمليات الرفع في رأس المال نقدا ست (06) عمليات بقيمة 238.7 مليون دينار مقابل إحدى عشرة (11) عملية عن طريق إدماج الاحتياطي بقيمة 50.7 مليون دينار. ونشير أيضا في هذا الباب حصول الاتحاد الدولي للصناعة والتجارة في نهاية سنة 2010 على ترخيص هيئة السوق المالية لتحقيق عملية دمج عن طريق امتصاص أربعة من فروعها بقيمة 0.759 مليون دينار تم إنجازها خلال شهر مارس 2011.

شملت الإصدارات السندية خمسة عشر (15) قرضا سندي بقيمة 615 مليون دينار مقابل 16 إصدار و655 مليون دينار سنة 2009 ، كما هو موضح في الجدول رقم 39.

تم إصدار القروض السندية بصفة شبه كلية من طرف مؤسسات القرض، حيث بلغت حصة البنوك 46% من مجموع الإصدارات السندية سنة 2010، أي ما يعادل 280 مليون دينار، أما شركات الإيجار المالي فقد تمكّنت من تعبئة ما قيمته 335 مليون دينار.

1 ــ **الإصدارات في ظل الأزمة**: اتسم السوق المالي الأولي خلال سنة 2011 بتدعيم إصدارات الخزينة، تبعا لتفاقم عجز الميزانية وازدياد الحاجيات من السيولة. في المقابل، واجهت الشركات التي تلجأ إلى التمويل المباشر صعوبات في تعبئة الأموال من السوق جراء تقلص السيولة ومناخ الحذر السائد، فضلا عن تردي شروط الإصدار الذي تم تسجيله في بعض الحالات[1].

2 ــ إصدارات الدولة: تضاعفت سحوبات الخزينة في سنة 2011 حيث انتقلت من 635 مليون دينار في سنة 2010 إلى 1335 مليون دينار، منها 72.1 % في شكل سندات خزينة قابلة للتنظير، أي بحجم يماثل تقريبا المبلغ المتوقع للإصدارات.

بعد أن اضطرت إلى اللجوء للتمويل قصير الأجل في بداية السنة، توجهت الخزينة فيما بعد نحو إستراتيجية تمويل ذات أجل أطول، مع تركز السحوبات على خطوط التمويل متوسط الأجل، التي أثارت اهتمام المكتتبين، نظرا للفارق الضعيف بين المردود الذي توفره هذه التوظيفات وتلك ذات أجل استحقاق أطول.

---

1 ــ أنظر:تقرير بورصة القيم المنقولة التونسية، 2009

تجدر الإشارة كذلك إلى أن حاجيات الخزينة المتزايدة من السيولة، قد أسفرت عن ضغوطات على النسب الوسطية المرجحة عند إصدار سندات الخزينة القابلة للتنظير، التي اتبعت مسارا تصاعديا إلى غاية شهر سبتمبر 2011. أدى فتح خطين جديدين من سندات الخزينة القابلة للتنظير خلال شهر أكتوبر2011، بنسب وسطية مرجحة تمت مراجعتها نحو التخفيض قياسا بمنحنى النسب، إلى التخفيف بشكل طفيف من هذه الضغوطات، بيد أنه تم تسجيل رجوعا نحو الارتفاع للنسب الوسطية المرجحة عند الإصدار في نهاية سنة 2011.

3 ـــ إصدارات الشركات بطرح أوراقها للمساهمة العامة: اتسم السوق الأولي خلال سنة 2011 بشبه غياب إصدارات سندات رأس المال من قبل الشركات، في حين كانت الإصدارات في القسم السندي التي احتكرتها مؤسسات القرض غير منتظمة، ومركزة بشكل خاص على نهاية السنة.

تعكس هذه الوضعية الصعوبات بشأن تعبئة الأموال عبر طرح الأوراق للمساهمة العامة، في ظل مناخ متسم بحالة ترقب راجعة إلى عدم وضوح الرؤية وتقلص السيولة.

ظلت مساهمة السوق المالية في تمويل الاقتصاد هامشية قياسا بالتمويل المصرفي، إذ اقتصرت الأموال المعبأة على مبلغ 293 مليون دينار مقابل 989 مليون في سنة 2010.

في هذا الإطار، بلغ حجم الأموال الجديدة التي تم ضخها في شكل ترفيع رأس المال ستة (06) ملايين دينار؛ منها 4.8 مليون دينار متعلقة بزيادة رأس مال شركة " تلنات القابضة"، العاملة في مجال تكنولوجيات الإعلام والاتصال، المدرجة حديثا بالبورصة.

اتسم القسم السندي، من ناحية أخرى، بتركز الإصدارات على شهر ديسمبر 2011 الذي سجل منح تأشيرة هيئة السوق المالي لستة (06) قروض، بحجم إجمالي قدره 260 مليون دينار، علما أن المبلغ السنوي الإجمالي للقروض المؤشر عليها يساوي 440 مليون دينار. بلغت بذلك الأموال المعبأة في هذا القسم 287 مليون دينار خلال سنة 2011، منها 110 ملايين تتعلق بقروض مؤشرا عليها في سنة 2010.

كما تجدر الإشارة إلى أن الشركات واجهت بعض الصعوبات في تعبئة الموارد طويلة الأجل في السوق السندي، و تظهر هذه الصعوبات، حسب الحالة، من خلال التمديد في الفترة الزمنية اللازمة لتعبئة بعض القروض السندية أو التعبئة الجزئية للمبالغ المؤشر عليها، علاوة على قيام بعض المصدرين بالترفيع في مستوى تأجير قروضهم، نظرا بالخصوص للظرف الاقتصادي السائد والضغوط المسلطة على نسب الفائدة طويلة الأجل المطبقة على سندات الخزينة.

---

1 ـ Rapport annuel banque centrale Tunisie , n° 53, 2011, P123

الجدول رقم (41): معدل تطور سوق الإصدار في تونس خلال الفترة (2002–2011) (%)

	2002	2003	2004	2005	2006
إصدار الأسهم	---	+23%	+63%	-6%	+167%
إصدار السندات	---	-47%	+48%	-12%	-10%
المجموع	---	-54%	+12%	-8%	+146%
	2007	2008	2009	2010	2011
إصدار الأسهم	-41%	+122%	+29%	-29%	-47%
إصدار السندات	+128%	+11%	+47%	+75%	-71%
المجموع	-15%	+73%	+54%	-15%	-64%

المصدر: من إعداد الباحثة

يتضح من خلال الجدول أعلاه، أن قيمة السندات المصدرة خلال الفترة (2002–2011) على العموم أكبر من قيمة الأسهم المطروحة ـــ بدون وجود فرق كبير ـــ كما نلاحظ تأثير الأزمة السياسية على نشاط السوق المالي الذي تدهور بشكل كبير خلال سنة2011، من أجل ذلك سوف نستثني سنة 2011 من تحليل تطور النشاط، كون الظرف السائدة استثنائية، إذ تطور سوق إصدار الأسهم خلال الفترة (2002–2010) منتقلا من 46 مليون دينار إلى 290 مليون دينار، أي حقق نسبة ارتفاع 530 %.

ارتفعت قيمة السندات المصدرة خلال فترة الدراسة من 233 مليون دينار إلى 615 مليون دينار أي تحقيق نمو نسبته 136 %.

يمكن تقييم تطور سوق الإصدار للفترة بارتفاع قيمته من 279 مليون دينار إلى 905 مليون أي تحقيق نسبة نمو 224 %.

الفرع الرابع: قراءة وتحليل: يعتبر مؤشر إصدارات السوق، من أهم المؤشرات التي تبين مدى حيوية السوق، كون أن وفود قيم جديدة إليه يسمح بتجديده وتنويعه.

يعتبر حجم الإصدار في البلدان الثلاثة متواضعا مقارنة بالأسواق العالمية المتطورة، غير أنه يبدو جليا أن سوق الإصدار المغربي في مرتبة أحسن من سوق الإصدار التونسي، من حيث التنوع والنمو السريع للإصدارات من سنة لأخرى، وكونه حقق خلال عشر سنوات من انطلاقه، تضاعفا كبيرا يفوق 1100 %. في حين نجد سوق الإصدار التونسي، في تقدم من سنة لأخرى بشكل بطيء، ليعرف تدهورا كبيرا نتيجة الأزمة السياسية التي تعرضت إليها البلاد. أما سوق الإصدار في الجزائر يتميز بالركود وذلك منذ انطلاقه الفعلي في أواخر سنة 1999 حتى سنة 2003، بعدها بقي دائما ضعيفا، إلا أنه عرف بعضا من الحركة ليحقق زيادة بمعدل 2161% سنة

2004 بقيمة 49.29 مليار دينار جزائري، ليحقق بعد ذلك قيمة أكبر من الإصدارات الجديدة عام 2005 بقيمة 62.72 مليار دج، ثم عرفت سنة 2007 تراجعا وتدهورا بنسبة 83% لتنكمش قيمة الإصدارات إلى 7.8 مليار دج.

يجب ذكر كذلك انعدام إصدارات جديدة لقيم الأسهم، أي أنه ومنذ سنة 1998 إلى سنة 2008 لم يشهد السوق المالي الجزائري إلا ثلاث إصدارات للأسهم، ثم انسحاب سهم الرياض سطيف وبقاء تداول سهمين فقط، ليتم إصدار سهما جديدا لأليانس للتأمينات. كما تجدر الإشارة إلى هيمنة إصدارات سندات استحقاق شبيهة للخزينة والسندات العادية مقارنة بإصدارات الأسهم.

كما تمت ملاحظة العناصر المشتركة التالية على مستوى كل من الأسواق الثلاثة كما يلي:

- هيمنة سندات الدين في السوق مقارنة بسندات رأس المال، فالسوق المالي في كل من دول المغرب العربي، يعتبر جذابا من أجل تمويلات على شكل قروض بدرجة أكبر من انجذاب المستثمرين نحو رفع رأس المال.
- اللجوء إلى السوق المالي أقل وضعيف بالنسبة إلى التمويل البنكي.
- تعتبر خزينة الدولة أهم مصدر في السوق، حتى أنها في المغرب سنداتها تمثل 90 % من مجموع الديون المطروحة للجمهور المغربي.

المطلب الثاني: مؤشر عدد الشركات المدرجة

يبقى الهدف الرئيسي لكل مؤسسة مهما كان القطاع الذي تنشط فيه، وأيا كان مجال تدخلها هو تنمية ثرواتها.

في الوقت الذي تفرض فيه العولمة نفسها وتزول فيه الحدود وتتنامى المنافسة، وأين يجب العمل بدون انقطاع على كسب حصص جديدة في الأسواق، غالبا ما يصطدم تحقيق ذلك الهدف بضعف الموارد المالية الضرورية لتنفيذ الاإستراتيجيات الكفيلة بتحقيق نمو الشركة، ويمثل الإدراج بالبورصة في هذا السياق فرصة حقيقية، إذ يوفر مزايا أخرى عديدة لا يدركها دائما أصحاب الشركات والمساهمون.

قد ينظر لعملية الإدراج بالبورصة على أنها عملية معقدة، وأحيانا على أنها مكلفة أيضا، ومع ذلك فهي تشكل مرحلة بالغة التأثير والأهمية في مسيرة الشركة.

الفرع الأول: مؤشر تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الجزائري: نبين ذلك من خلال ما يلي:

الجدول رقم (42): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (1998–2011)

السنة	عدد الشركات المدرجة	معدل نمو عدد الشركات المدرجة (%)
1999	03	----
2000	03	00
2001	03	00
2002	03	00
2003	03	00
2004	03	00
2005	03	00
2006	02	33.33-
2007	02	00
2008	02	00
2009	02	00
2010	03	50+
2011	03	00

المصدر: من إعداد الباحثة

نلاحظ بالنسبة لعدد الشركات المسجلة في بورصة الجزائر، وجود في قائمة التسعيرة ثلاث شركات فقط: مجمع صايدال ورياض سطيف وسلسلة فنادق الأوراسي، خلال كل الفترة الممتدة من سنة 1998 إلى سنة 2006 .

بعد توقيف تداول سهم شركة الرياض سطيف في سنة 2006، بسبب انهيار الشركة وبيعها للقطاع الخاص، بقيت فقط مؤسستين مسعرتين خلال الفترة (2006–2010)، إلى أن تعرف سنة 2010 حدثا مهما في تاريخ البورصة، التي لم تعرف إدراجا منذ سنة 1999 أي لأكثر من عشر (10) سنوات، بإدراج شركة خاصة هي شركة أليانس للتأمينات، ليبقى بعد ذلك عدد المؤسسات المتداولة في سوق الأسهم الجزائري ثلاث (03) شركات.

تعد بورصة الجزائر، نتيجة لضآلة عدد الإدراجات فيها، أصغر بورصة من حيث عدد الشركات المدرجة، سواء على مستوى العالم العربي أو على المستوى الدولي ككل.

الفرع الثاني: مؤشر تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المغربي: يتضح من خلال الجدول أدناه، أن عدد الشركات المسجلة في بورصة القيم المنقولة في الدار البيضاء، قد تطور خلال فترة الدراسة : (1993–2011) بنسبة 20%.

1 - Prospectus bourse tunisie 2012

2 - Source: World Federation Of Exchanges. Page Web: http://www.world-exchanges.org/publcations/ts1%20Nbr%20of%cos.pdf

الجدول رقم(43):تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء خلال الفترة (1998–2011)

السنة	عدد الشركات المدرجة	عدد الشركات المدرجة في السنة المعنية	عدد الشركات المشطبة في السنة المعنية	معدل نمو عدد الشركات المدرجة (%)
1993	65	02	05	--
1994	61	00	04	6.1-
1995	44	04	21	27.86-
1996	47	04	01	6.81
1997	48	04	03	2.12
1998	53	05	00	10.41
1999	54	03	02	1.88
2000	53	01	02	1.85-
2001	55	02	00	3.77
2002	55	00	00	00
2003	52	00	03	5.45-
2004	53	02	01	1.92
2005	54	03	02	1.89
2006	63	10	01	16.67
2007	73	10	00	15.87
2008	77	05	01	5.48
2009	76	00	01	1.29-
2010	74	02	02	2.63-
2011	78	04	01	5.40

Source: élaboré par le chercheur en utilisant la documentation suivante :
-Hicham Elalamy, CDVM, Maroc, Douala, le 29 octobre 2009
-Bulletins du fonds monetaire arabe des années 2000-2011

يمكّننا الجدول أعلاه من التمييز بين المراحل التالية:

– بين 1993 و 1995 انخفض عدد الشركات المسجلة في البورصة بشكل كبير، بسبب شطب 30 شركة لم تتمكن من التكيف مع الإصلاحات التي جرت في سنة 1993، لكن خلال هذه الفترة تم تسجيل دخول تسع (09) شركات جديدة، خمس (05) منها عن طريق الخوصصة.

– بين 1995 و2004 تم تسجيل دخول 25 شركة جديدة، منها 06 عن طريق الخوصصة مقابل شطب 15 شركة.

– بين 2005 و 2011 عرف عدد الشركات المدرجة في البورصة ارتفاعا بـــ 24 شركة، مقابل شطب 06 شركات، يعود ذلك إلى التحفيزات الجبائية المنصوص عليها أدناه.

نلاحظ أن السوق المغربي عرف انطلاقة جيدة بإدراج 65 قيمة سنة 1993، ليعرف بعد ذلك إدراجات جديدة وتشطيبات كثيرة؛ أهمها سنة 1995 بشطب 30 مؤسسة، غير موافقة لشروط التعامل على مستوى السوق وعدم قدرتها في التكيف مع الإصلاحات، لكن رغم فتوة السوق تخليها عن أكثر من ثلث القيم المسعرة بعد سنتين من انطلاقها، سرعان ما تداركت البورصة المغربية وبخطى ثابتة إدراجات

جديدة يقدر عددها الإجمالي بـــ 61 شركة، ليكون العدد الإجمالي للمؤسسات المدرجة في بورصة دار البيضاء منذ انطلاقها 126 شركة، تم تشطيب منها 48 قيمة.

كما عرف السوق المغربي حيوية سنوية فيما يتعلق بالإدراجات، بمعدل ارتفاع سنوي 2.125 شركة (1995-2011)، إلا أننا لم نشهد خلال ما يقارب عقدين من الزمن إلا ارتفاعا في عدد الشركات الإجمالي يقدر بـــ 13 شركة فقط.

وفيما يخص الإعفاءات الجبائية، تمنح عمليات الإدراج في بورصة دار البيضاء، مزايا هامة لثلاث (03) سنوات من خلال:

- تخفيض 50% على ضريبة الشركات إذا تمت عملية الإدراج من خلال عملية رفع رأس مال الشركة بنسبة 20% على الأقل، مع التخلي عن الحق التفضيلي في الاكتتاب.
- تخفيض 25% على ضريبة الشركات، إذا تمت عملية الإدراج من خلال بيع ملكية رأس المال للعموم.(1)

الفرع الثالث: مؤشر تطور عدد الشركات المدرجة في السوق الأوراق المالية التونسي: يتضح من خلال الجدول أدناه، أن عدد الشركات المسجلة في بورصة القيم المنقولة لتونس، قد تطور خلال فترة الدراسة.

الجدول رقم(44): تطور عدد الشركات المدرجة في سوق البورصة التونسي (1990–2011)

السنة	عدد الشركات المدرجة	معدل نمو عدد الشركات المدرجة (%)
1990	13	--
1991	15	15.38
1992	17	13.33
1993	19	11.76
1994	21	10.52
1995	24	16.66
1996	28	16.66
1997	32	14.28
1998	38	18.75
1999	44	15.78
2000	44	00
2001	45	02
2002	46	02
2003	45	03-
2004	44	03-
2005	45	02
2006	48	6.66
2007	51	6.25
2008	50	02-
2009	52	04
2010	56	7.69
2011	57	1.78

المصدر: من إعداد الباحثة

1 - Prospectus bourse Casablanca 2012

عكس السوق المغربي الذي عرف انطلاقة بعدد مهم من إدراجات الشركات، ليتخلى في غضون سنتين بعدها عن أكثر من ثلثها، نجد السوق التونسي انطلق بإدراج 13 شركة ليعرف ارتفاعا مستمرا منذ إصلاح البورصة في بداية التسعينات، حيث حققت تطورا بمتوسط سنوي (1990-2011) يقدر بـــ (02) شركتين ، ليحقق ارتفاعا في عدد الإدراجات خلال نفس الفترة تقدر بـــ 44 شركة، أي تحقيق نمو بـــ 338 %، مع تشطيبات قليلة للقيم من التسعيرة خلال نفس الفترة يعود هذا الارتفاع قبل سنة 1994 إلى دخول شركات من القطاع الخاص لتسعيرة البورصة الرسمية، أما عمليات الخوصصة عن طريق البورصة فكانت تتم من خلال بيع كتل أسهم بالمزايدة ولمتعامل واحد، أدى ذلك إلى تهميش المساهمة الواسعة وعدم تداول الأسهم في البورصة. لكن منذ تعديل قانون الخوصصة سنة 1994 وحتى سنة 2002 ساهمت الخوصصة بشكل كبير في زيادة عدد الشركات المدرجة.

تميزت سنة 2010 بتسجيل رقم قياسي في عدد الإدراجات الجديدة بالبورصة، فقد تعززت التسعيرة بخمسة (05) إدراجات، وخصت هذه العمليات شركتين من قطاع التأمين سليم والشركة التونسية لإعادة التأمين، وشركة قرطاج للإسمنت وشركة النقل والشركة العصرية للإيجار المالي.

قد قامت كل من تأمينات سليم وشركة قرطاج للإسمنت والشركة العصرية للإيجار المالي، بالترفيع في رأس المال عن طريق عرض عمومي للاكتتاب، بقيمة إجمالية بلغت 167.3 مليون دينار، وتمكّنت شركة قرطاج للإسمنت لوحدها من تعبئة مبلغ 134.9 مليون دينار.

تعتبر عملية الإدراج هذه، الأولى من نوعها في تاريخ الساحة التونسية و المغاربية. و تفتح هذه المبادرة آفاق جديدة للشركات التونسية لتعبئة الموارد المالية عن طريق السوق المالية المغربية أو الأوروبية مع إمكانية الانتصاب بهذه الأسواق.

كدليل على النجاح الباهر الذي حققته هذه الإدراجات، تتراوح نسب الاستجابة بين 13 و30 مرة قيمة الإصدار المطروح بالسوق، في المقابل قامت بورصة تونس خلال شهر جانفي 2010، بشطب شركة نزل بالم بيتش من تسعيرة البورصة، على إثر قيام المساهمون الرئيسيون بعرض عمومي للسحب على الأسهم العادية والأسهم ذات الأولوية في الربح المتبقية في رأس مال هذه الشركة، ليرتفع بذلك عدد الشركات المدرجة من 52 شركة سنة 2009 إلى 56 شركة سنة 2010.

على خلاف سنة 2010، لم تسجل سنة 2011 سوى عملية إدراج واحدة، فقد تم يوم 23 ماي 2011، إدراج تلنات القابضة التي تنشط في مجال التكنولوجيا الحديثة وإنتاج البرمجيات المتعلقة بمجالات شبكات الاتصال، بالسوق الرئيسية بتسعيرة البورصة، وتمت عملية الإدراج هذه بعد نجاح الشركة في رفع رأس مالها بـــ 12 مليون دينار.

وفيما يخص التمتع بامتيازات جبائية تفاضلية، يمكّن قيد الشركة في البورصة من التمتع بنظام جبائي خصوصي وتفاضلي.

إن فتح رأس المال للعموم قبل وفي شهر ديسمبر 2009 يكون التخفيض بـــ 33% أو 40% من نسبة الضريبة على الشركات، حيث تتحول هذه النسبة من 30% أو 35 % حسب القطاع إلى 20 % خلال الخمس سنوات الموالية للقيد بالبورصة.

أما بالنسبة للمساهمين القدامى، فتتمتع مداخليهم المتأتية من التفويت في الأسهم في إطار عملية الإدراج بالإعفاء التام من الضرائب.[1] .

الفرع الرابع: قراءة وتحليل : من خلال ما سبق وفيما يتعلق بمؤشر الإدراجات في أسواق البلدان الثلاثة، تأتي بورصة المغرب في الترتيب الأول من حيث عدد الشركات المسعرة لديها، مقارنة مع بورصة الجزائر وبورصة تونس، غير أن عمليات شطب المؤسسات من تسعيرة البورصة كونها لا تستجيب لمعايير القبول المفروضة من خلال إصلاحات بورصة الدار البيضاء قد أضعف عدد الشركات المقبولة للتسعيرة لتقف عند 78 شركة، يعتبر هذا العدد جد متواضعا مقارنة بالأسواق العربية (373 شركة مسعرة في بورصة القاهرة) أو الناشئة (767 شركة مسعرة سنغافورة) ناهيك عن أسواق الدول المتقدمة (3576 شركة مسعرة في بورصة مدريد و3011 شركة في بورصة نيويورك).

يعرف السوق التونسي وبعدد إدراجات أقل، تطورا مهما في عدد الشركات المسعرة على مستواها، حيث حققت معدل نمو خلال الفترة 1995-2011 يقدر بـــ 137 %.

بينما السوق المالي الجزائري الذي انطلق سنة 1998 بأول إدراج للقيم ، بقى خلال فترة تفوق العشر سنوات ينشط بتداول ثلاث قيم، لتعدّ بذلك بورصة الجزائر أصغر سوق مالي من ناحية عدد الإدراجات على المستوى المغاربي، العربي و الدولي.

يرجع قلة عدد الإدراجات في كل من الأسواق الثلاثة، عموما إلى عزوف الشركات عن التعامل داخل البورصة، رغم أنها تحقق كل الشروط المطلوبة.

---

1 - Prospectus bourse Tunisie 2012

المطلب الثالث: الرسملة السوقية في كل من البلدان الثلاثة

يعتبر معدل القيمة السوقية للأسهم المقيدة، والذي يعرف بمعدل رسملة البورصة Capitalization Ratio of Market من أهم مؤشرات قياس حجم البورصة، وتساوي هذه النسبة القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في البورصة نسبة إلى الناتج المحلي الخام حسب الصيغة الآتية:

$$MCR = CM/GDP$$

حيث: MCR معدل رسملة البورصة.

CM رسملة البورصة (القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في البورصة).

GDP الناتج المحلي الخام.

لتحديد أهمية البورصة في الاقتصاد، يتم الربط بين رسملة البورصة والناتج المحلي الإجمالي، كمؤشر للنشاط الاقتصادي على المستوى المحلي.

لم تتجاوز هذه النسبة الواحد حتى نهاية السبعينيات لدى العديد من الدول، غير أن هذا المؤشر شهد تباينا بين الدول نهاية القرن العشرين، حيث فاقت هذه النسبة مرتين الناتج المحلي الإجمالي لبعض الدول مثل: هونج كونج، سنغافورة وماليزيا، في حين قاربت هذه النسبة الواحد لدى الولايات المتحدة الأمريكية واليابان.

يفسّر هذا الاختلاف بدرجة اعتماد القطاع المالي على البنوك أو على الأسواق المالية في تمويل العمليات الاقتصادية.[1]

لا يعني حجم البورصة الكبير بالضرورة أنها تعمل بكفاءة، غير أن الفرضية المستخدمة حول المؤشر، هو أن اتساع حجم سوق الأوراق المالية يرتبط إيجابا مع قابلية أكبر لتنشيط رأس المال وتنويع المخاطر.

من أوجه قصور هذا المعيار عدم أخذه بعين الاعتبار بعض الأسهم غير المدرجة في البورصة، والتي يجري تداولها خارج البورصات الرسمية، على الرغم من الدور الذي تلعبه في الاقتصاد.[2]

الفرع الأول: الرسملة السوقية في سوق الأوراق المالية الجزائري: يمكن تقديم التطورات الحاصلة في رأس المال السوقي في بورصة الجزائر خلال المرحلة (1999–2011) في الجدول التالي:

---

1 - World Federation of Exchanges, annual report 2001, Paris: March 2002, p.79

2 - Michael LEAHY, and all, “Contribution of financial system to growth in OECD countries”, **OECD**, Working Papers n°:280, 2001, p.14 available through OECD’s Internet Web site at: http://ideas.repec.org/p/oed/oecdec/280.html

الجدول رقم (45): تطور رأس المال السوقي في بورصة الجزائر (1999–2011) (مليون دج)

السنوات	رأس المال السوقي	نمو رأس المال السوقي %
2003	10360	--
2004	10.100	2.51-
2005	6400	63.63-
2006	6710	4.84
2007	6500	1.13-
2008	6500	00
2009	6500	00
2010	7900	21.53
2011	14967	01

المصدر: من إعداد الباحثة

لم تعرف رسملة البورصة تطورا منذ نشأتها سنة 1998، إذ لم يتم تداول على مستوى بورصة الجزائر إلا ثلاثة (03) أسهم خلال الفترة 1999–2006، وبعد انسحاب سهم الرياض سطيف بقي فقط السهمان: سهم واحد لشركة صايدال وآخر لسلسلة فنادق الأوراسي، وذلك خلال الفترة 2006– 2010، ويظهر جليا الأثر من خلال التدهور في قيمة الرسملة خلال هذه الفترة، ليعاود العدد الرجوع إلى ثلاث قيم بعد قبول تداول سهم أليانس للتأمين في سنة 2010 .

استقرت الرسملة المصفقية مع نهاية 2010 عند مبلغ 7900 مليون دج مقابل 6500 في سنة 2009. يعود مصدر هذا الارتفاع أساسا إلى زيادة سعر سهم صايدال الذي انتقل من 390 دج سنة 2009 إلى 520 دج سنة 2010، وكان الارتفاع مهما قدّر بـــ 130 دج.[1]

في نهاية سنة 2011، استقرت رسملة بورصة السندات الثلاثة للأوراسي وصيدال وأليانس أسورانس، حيث قدّرت رسملة القيم الثلاث بقيمته 14.967 مليون دج أي ارتفاع بقيمة 7067 مليون دج مقابل 7.9 مليار دج سنة 2010، (قدّرت نسبة الارتفاع 89.45 %) لكنها لا تمثل سوى 0.1 % من الناتج المحلي الخام. [2]

حيث عزز الإصدار الجديد لأسهم شركة أليانس أسورانس في فيفري 2011 بمبلغ 1.43 مليار دينار بورصة الجزائر، الذي لم يكن يضم لحد الآن سوى سندي فندق الأوراسي ومجمع صيدال، وقدّرت رسملة القيم الثلاث بـــ 14.967 مليون دج أي بارتفاع قدره 7.067 مليون دج

من جهة أخرى لم تمنح لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة أي رخصة للقروض السندية في هذه السنة .[3]

---

1 - Rapport cosob 2010, p 42
2 - Rapport cosob 2011,p 3

3 ـــ تصريح المدير العام لمؤسسة تسيير بورصة القيم مصطفى فرفارة، لإنعاش بورصة الجزائر، المساء: 2012/01/29

الجدول رقم (46): رسملة بورصة الجزائر/PIB (%)

2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
0.1	0.06	0.06	0.07	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.35	0.52	0.56

Source: élaboré par le chercheur d'après les données de la banque mondiale

يظهر من خلال الجدول أعلاه ضعف مساهمة الرسملة البورصية في الناتج المحلى الإجمالي، حث لم تصل منذ بداية نشاط البورصة، أي خلال الفترة (1999-2011) نسبة 1 %، مما يدل على الدور الهامشي الذي تلعبه بورصة الجزائر في تحقيق المداخيل الوطنية

الفرع الثاني: الرسملة السوقية في سوق المال المغربي: تمثل الرسملة البورصية التقييم الذي يقدمه المستثمرون للشركات المسجلة في التسعير، يعكس تطورها ميل النشاط ومردودية الشركات المسعرة من جهة، وميل المحيط اقتصادي الوطني والدولي الذي تتجه فيه من جهة أخرى.

1- تطور الرسملة البورصية في المغرب: تصنف بورصة المغرب، سنة 2010 في المرتبة الثانية على المستوى الإفريقي من حيث الرسملة البورصية، متصدرة بورصة القاهرة وبعد بورصة جوهانزبورغ.[1]

شهدت الساحة المالية للدار البيضاء، تضاعف الرسملة البورصية خلال الفترة (2000-2008) بأربع (04) مرات؛ حيث انتقل هذا المؤشر من 138.1 مليار درهم في بداية سنة 2000 إلى 531.7 مليار درهم عند نهاية سنة 2008 (مع ارتفاع إلى 692.5 مليار درهم في مارس 2008).[2]

جدول رقم (47): الرسملة البورصية في بورصة دار البيضاء (مليون درهم)

2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	1990
104.7	115	138	145	118.7	75.6	50.4	38	26	17	12.4	7.8
8.9-	16.8-	4.9-	22.3	56.9	50	32.4	46.5	53.1	36.4	60.3	54

2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
516.2	579	509	531.7	586.3	417	252.3	206.5	115.5	87.2
10.8-	13.8	4.3-	9.3-	40.6	65.3	22.2	78.8	32.5	16.7-

المصدر: من إعداد الباحثة

يتبين من خلال الجدول أن رقم رسملة بورصة المغرب، تطورت خلال المرحلة 1990- 2011 كما يلي:

1 - Jeune Afrique : « vague d'introductions en vue à Casa », 27/08/2010,p8
2 - PROFIL ECONOMAIQUE ET FINANCIER DE LA COTE DE LA BOURSE DE CASABLANCA, CAISSE DE DEPOT ET DE GESTION,JANVIER 2010

خلال الفترة 1990–1998 بـــ 1421.79% عرفت رسملة بورصة دار البيضاء نموا واضحا بفضل خوصصة 10 شركات من خلال البورصة، وقد انتقلت نسبة رسملة الشركات التي تمت خوصصتها إلى إجمالي رسملة البورصة من 02 % سنة 1993 إلى 28 % سنة 1998؛

خلال الفترة 1999–2002 بـــ (– 36.8%) شهد حجم الرسملة البورصية تراجعا بفعل عدم إجراء أية عملية للخوصصة عن طريق البورصة، بالإضافة إلى تراجع أداء الشركات المدرجة في التسعيرة خلال هذه الفترة.

شكلت رسملة المؤسسات المخوصصة خلال سنة 2005 نسبة 54 % من إجمالي الرسملة البورصية.

وخلال الفترة 2003– 2007 بـــ 407.61 % ، حيث عرف حجم رسملة البورصة نموا مهما، ورغم أن عدد الشركات المدرجة خلال هذه الفترة بلغ رقما قياسيا، إلا أن الارتفاع الكبير لرسملة البورصة يرجع أساسا إلى خوصصة شركة اتصالات المغرب، وهي شركة كبيرة الحجم، وذلك من خلال ثلاث (03) عمليات؛ أين في سنة 1995 فقط ساهمت هذه الشركة لوحدها في رفع رسملة البورصة بـــ 35 %.

عرفت الرسملة البورصية خلال الفترة 2008–2011 تراجعات متتالية، يرجع هذا أساسا لنقص التداولات نتيجة للأزمة المالية العالمية.

نلاحظ أن رأس المال السوقي في بورصة القيم بالدار البيضاء، قد سجّل ارتفاعات مهمة، حيث قدّر التضاعف خلال الفترة 1990–1998 بأكثر من 15 مرة ثم الفترة 1999–2002 التي عرف فيها انخفاضا بمعدل 36.8 %، لتليها الفترة 2003–2007 أين عرفت البورصة ارتفاعا مهما ومتتاليا، يقدر بتضاعف رأس المال بأكثر من 4 مرات لينخفض بعده في سنة 2008، شأنه شأن أغلب أسواق المال العالمية نتيجة لانعكاسات الأزمة المالية العالمية، حيث شهد السوق تراجعا ليحقق خلال السنتين 2008 و 2009 معدلات سلبية بنسبة 9.3% و 4.3 % على التوالي، كذلك نتيجة لتدهور بعض مؤشرات الاقتصاد الكلي والقطاعي المغربي (مواد البناء، العقاري).

نتيجة للأداء الجيّد لبورصة المغرب عرفت سنة 2010 ازدهارا، محققة نمو ايجابيا بنسبة معتبرة تقدر بـــ 13.8 %، لتعرف بعدها سنة 2011 تراجعا بنسبة 10.8 %.

إن ارتفاع رأس المال السوقي يؤدي إلى زيادة الاستثمار، وزيادة تعبئة المدخرات وتنويع المخاطر وزيادة الإصدارات الجديدة.

2 – **رسملة بورصة الدار البيضاء/PIB** : نبينها من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (48): رسملة بورصة الدار البيضاء/ PIB (%)

1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	1990
34.5	39.2	36.4	23.8	18	14.4	9.9	6.7	5.5	3.7

2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
60	67.2	69.2	74.0	100.4	75.2	45.7	44.0	26.4	21.3	24.1	29.4

Source : PROFIL ECONOMAIQUE ET FINANCIER DE LA COTE DE LA BOURSE DE CASABLANCA, CAISSE DE DEPOT ET DE GESTION,JANVIER 2010, P42

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه ما يلي:

– ارتفاع النسبة (رسملة/ الناتج الداخلي الإجمالي) من السنة 2000 إلى السنة 2008 بنسبة 166 %، هذا يدل على مكانة بورصة الدار البيضاء في الاقتصاد المغربي.

– ارتفاع النسبة من 29% سنة 2000 إلى 77% سنة 2008 علما أنه بلغ ذروته سنة 2007 بنسبة 95 % .

– انعكاس الأزمة المالية لسنة 2008 على سوق الدار البيضاء، كان بدرجة أقل من انعكاسها على أسواق المال للدول المتطورة، أين انخفضت النسبة (رسملة/ الناتج الداخلي الإجمالي) فيها من 95% سنة 2007 إلى 77 % سنة 2008، في حين نجد التدهور في ساحة لندن يقدر بتراجع من 177.7% إلى 67% .

نلاحظ أن الرسملة البورصية عرفت تطورا خلال الفترة 2003–2011 مسجلة معدل نمو متوسط سنوي بـــ 26.7 % ، مقارنة بالفترة 1998–2002 ، أين قدّر معدل النمو السنوي بـــ 6 % .

يرجع هذا التطور أساسا إلى عمليات الإدراج الهامة التي شهدتها بورصة الدار البيضاء: (IAM . BCP في 2004 و ADDOHA في 2006، و CGI في 2007)، وإلى رفع رأسمال الشركات المدرجة سابقا.

كذلك تطور وزن الرسملة البورصية بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، ليصل 56.2 % خلال الفترة 2003-2011 مقابل 28.9 % خلال الفترة 1998–2002 و 14.4 % خلال الفترة 1990–1997.

الفرع الثالث: الرسملة السوقية في سوق المال التونسي: نقدم ذلك من خلال معطيات رقمية نعمل على تحليلها.

1ـــ **تطور رسملة السوق التونسية**: الجدول التالي يبين ذلك.

الجدول رقم (49): تطور رأس المال السوقي في بورصة تونس 1990–2011

السنة	رأس المال السوقي (مليون دينار)	معدل التغير في رأس المال السوقي (%)
1990	440	--
1991	610	38.63
1992	790	29.5
1993	1000	26.58
1994	2520	25.20
1995	3960	57.14
1996	3890	1.76-
1997	2630	32.39-
1998	2450	6.84-
1999	3320	35.51
2011	3880	16.86
2001	3270	15.72-
2002	2842	13.2 -
2003	2976	4.7
2004	3085	3.7
2005	3840	24.5
2006	5490	43
2007	6527	18.9
2008	8301	27.17
2009	12227	47.29
2010	15282	24.98
2011	14452	5.43-

المصدر: من إعداد الباحثة

يمكن أن نميز من خلال الجدول التالي المراحل التالية:

– خلال الفترة 1990–1992 ارتفعت رسملة بورصة تونس بنسبة 79 % بفضل دخول عدد من شركات القطاع الخاص إلى التسعيرة الرسمية للبورصة.

– خلال الفترة 1993–1995 عرفت رسملة البورصة ارتفاعا كبيرا، كون أنه تم إجراء عدد كبير من عمليات الخوصصة عن طريق البورصة، في هذه المرحلة، بالإضافة إلى دخول عدد من شركات القطاع الخاص إلى السوق. كما ساهمت أيضا عمليات المضاربة في الارتفاع الكبير لرسملة السوق، حيث قامت السلطات التونسية بحملة إعلامية تهدف إلى ترقية الإعلام في البورصة، ومع غياب ثقافة البورصة خاصة لدى صغار المدخرين، الذين لا يأخذون بعين الاعتبار الحالة المالية للمؤسسة، أدت هذه الحملة إلى زيادة الطلب عن العرض بشكل كبير وارتفاع أسعار الأوراق المالية.

خلال الفترة 1996–1998 دخلت بورصة تونس في مرحلة من الركود بزيادة العرض عن الطلب، وأدى ذلك إلى اتخاذ عدد من الإجراءات التصحيحية، مثل وضع نظام التسعيرة الالكترونية.

لم تشهد الساحة المالية التونسية خلال الفترة 2002–2004 أي عملية خوصصة عن طريق البورصة، بالإضافة إلى انسحاب شركة من القطاع الخاص (شركة هالة للمواد المنزلية والرفاهة) وشركة AMS كان قد تم خوصصتها عن طريق البورصة (شركة المعامل الآلية بالساحل)، مما أدى إلى بقاء رسملة البورصة في مستويات متقاربة.

عرفت رسملة البورصة خلال الفترة 2005–2008 ارتفاعا وصل إلى مستويات قياسية في 2006 و2007 بلغت قيمة الرفع في رأس المال لكل من بنك تونس العربي الدولي التجاري والبنك التونسي مجتمعة 200 مليون دينار، فيما بلغت رسملة البورصة للشركات المدرجة مجتمعة 45 مليون دينار، وهي الشركة العقارية التونسية السعودية، الوفاق للإيجار المالي، وشركة السكني.

مكّن ارتفاع أسعار أغلبية الشركات المدرجة خلال سنة 2009 بالتضافر مع زيادة عدد الأسهم التي أصدرتها هذه الشركات، من تطور رسملة السوق بنسبة 46 % للارتقاء بها إلى مستوى 12.227 مليون دينار مقابل 8.301 مليون في نهاية سنة 2008 ومثّلت بذلك 22.9 % من الناتج المحلي الإجمالي مقابل 16.5 % في نهاية سنة 2008.

للتوضيح، فإن تقدم رسملة السوق خلال سنة 2009 يعزى بنسبة 89.41 % إلى تطور الأسعار وبنسبة 7.54 % إلى عمليات الرفع من رأس المال وبنسبة 3.05 % فقط إلى الإدراجات الجديدة بالبورصة.

بالرغم من أن الحصة النسبية للقطاع المالي في رسملة السوق تراجعت سنة 2009 إلى 69 % ، إلا أن القيمة السوقية لهذا القطاع ارتفعت بشكل ملحوظ لتبلغ 8.486 مليون دينار مقابل 5.984 مليون في نهاية سنة 2008، وقد تلاه في ذلك قطاع الخدمات للمستهلك بحصة نسبية تساوي 11 % وقيمة سوقية بـــ 1.137 مليون دينار، ثم قطاع مواد الاستهلاك بحصة نسبية تساوي 8 % وقيمة سوقية بـــ 983 مليون دينار.

لقد مثّلت أهم عشر رسملات 60 % من رسملة السوق، أي بقيمة 7.309 مليون دينار. وكانت رسملة مجموعة بولينا الأهم في سوق سندات رأس المال لتسعيرة البورصة بقيمة 1.170 مليون دينار، تليها رسملة البنك التونسي بقيمة 1.091.2 مليون دينار وبنك تونس العربي الدولي بـــ 1.089,7 مليون دينار وشركة التبريد بتونس بـــ 691,6 مليون دينار والبنك العربي لتونس بـــ 646,4 مليون دينار.[1]

بلغت رسملة السوق في نهاية سنة 2010، ما قيمته 15282 مليون دينار مقابل 12227 مليون دينار في نهاية 2009 ، مسجلة بذلك تطورا بنسبة 25 %. ويعود هذا الارتفاع إلى تطور أسعار أسهم

الشركات المدرجة وعمليات الترفيع في رأس المال لبعض الشركات المدرجة وإلى الإدراجات الجديدة التي تمت خلال نفس السنة .

استأثرت العشر شركات الأهم من حيث الرسملة السوقية خلال سنة 2010، على نسبة 57 % من الرسملة الإجمالية للسوق.

تبقى شركة بولينا القابضة أكبر رسملة سوقية حيث بلغت حصتها 10 % من رسملة السوق، وهو ما يعادل 5501 مليون دينار، يليها البنك التونسي رسملة سوقية تساوي 3071 مليون دينار، ثم بنك تونس العربي الدولي في المرتبة الثالثة رسملة سوقية بلغت 2411 مليون دينار.

أما التوزيع القطاعي لرسملـــة السوق في نهاية سنة 2010، فتميز بهيمنة الشركات المالية التي بلغت حصتها 70 % وقيمة رسملتها 10645 مليـــون دينار مقابل حصة 69 % وقـــيمة 8486 مليـــون دينار في 2009. وتأتي رسملة قطاع خدمات للمستهلك في المرتبة الثانية لتمثل نســـبة 10.6 % وقيمة 1617 مليون دينار، تليها رسملة قطاع الصناعة بحصة 7.4 وقيمة 1133 مليون دينار.

في نهاية سنة 2011 ، خسرت رسملة السوق ما يقارب عن 830 مليون دينار، مقارنة بمستواها في نهاية 2010، وهو ما يمثل 1.3% من الناتج المحلي الإجمالي، لتبلغ 14452 مليون دينار مقابل 15282 مليون دينار في نهاية سنة 2010، مسجلة بذلك انخفاضا بنسبة 5.4 %.

يعود هذا الانخفاض إلى التراجع الكبير في أسعار أسهم الشركات المدرجة، حيث سجّلت 34 شركة مدرجة انخفاضا في أسعارها، بالرغم من إدراج أسهم تلنات القابضة برسملة سوقية بلغت 103 مليون دينار في نهاية سنة2011 . [2]

على المستوى القطاعي، واصل القطاع المالي هيمنته لكن بنسبة أقل بلغت 55 % من الرسملة الإجمالية للسوق وما قيمته 7958 مليون دينار مقابل 70 % و 10645 مليون دينار في نهاية سنة 2010، أي بانخفاض قدّر بـــ 15 نقطة مئوية. يعود ذلك في جزء منه إلى تحويل أسهم بولينا القابضة إلى قطاع مواد الاستهلاك، التي مثّلت لوحدها نسبة 10 % من رسملة السوق، وتصنف في المرتبة الثانية رسملة قطاع مواد الاستهلاك التي استحوذت على نسبة 18.2 % وما قدره 2625 مليون دينار مقابل 1079 مليون دينار سنة 2010، أي بارتفاع 143 % نتيجة ضم بولينا القابضة بهذا القطاع.

---

1 - Rapport d’activité Bourse Tunisie,2009,

2.- Rapport d’activité Bourse Tunisie,2011, P28

مثّلت الشركات العشر الأولى من حيث الرسملة السوقية في 2011/12/31، نسبة 58 % من رسملة السوق الإجمالية، ما يعادل 8376 مليون دينار. وتبقى بولينا القابضة صاحبة أكبر رسملة سوقية في نهاية سنة 2011، بحصة بلغت 10.2 % ما قيمته 1472 مليون دينار.[1]

2 – **رسملة بورصة تونس /PIB** : نقدم ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (50): رسملة بورصة تونس/ PIB **(%)**

1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	1990
11.8	10.4	11.2	21.8	21.8	16.4	6.5	5.3	5.4	4.3

2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
21.1	24.1	21	14.2	13.8	12.9	8.9	8.5	9.0	9.2	10.4	13.2

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستعانة بالمعطيات المأخوذة من

Perspectives économiques en Afrique 2012 8 | © BAfD, OCDE, PNUD, CEA

يظهر من خلال الجدول أعلاه نمو الرسملة البورصية بالنسبة للناتج المحلي من سنة إلى أخرى ، ويرجع هذا أساسا إلى تطور الإدراجات، يدل ذلك على تطور الدور الذي تلعبه البورصة التونسية واندماجها في الاقتصاد التونسي، حيث تضاعف متوسط الرسملة البورصية خلال الفترة 1990–2011 بـــ 400 %.

الفرع الرابع: قراءة وتحليل : يتبين من خلال مؤشر الرسملة التطور المهم، الذي يشهده السوق المالي للدار البيضاء والسوق المالي التونسي، الذي يرجع أساسا إلى عمليات خوصصة الشركات عن طريق عمليات العرض العمومي للبيع عن طريق البورصة، مقارنة بالقيمة المتواضعة لرسملة السوق المالي الجزائري.

يعتبر المغرب رائدا في تطبيق إستراتيجية الخوصصة على المستوى المغاربي، رغم أن برنامجه المتعلق بخوصصة المؤسسات العمومية أقل طموحا من نظيره في تونس، فقد استعملت كلا من بورصتي الدار البيضاء وتونس كأداة لخوصصة المؤسسات العمومية في إطار برامجها للتعديل الهيكلي، ورغم التطور الذي شهدناه من ناحية الرسملة السوقية، إلا أنه يبقى حجم السوق متواضعا على المستوى الدولي، فمساهمتهما مازالت ضعيفة، سواء من حيث عدد الشركات المعنية

---

1 ـــ نشرية الظرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، جانفي 2012

أو من حيث المداخيل المحصلة، واقتصارها على فترات زمنية محدودة، بالإضافة إلى عدم إدراج الشركات الأكبر حجما في الاقتصاد.

أما السوق المالي في الجزائر ومنذ انطلاقه، لم يشهد إلا خوصصة جزئية لثلاثة شركات عمومية وكانت آخر عملية في 1999، الشيء الذي من شأنه أن يؤدي إلى إحجام شركات القطاع الخاص نفسها عن إدراج أسهمها في هذه السوق، وجعل من السوق المالي الجزائري هيكلا جامدا لا يلعب دوره في توفير التمويل طويل الأجل للمشاريع. رغم أن الجزائر تملك مؤسسات كبيرة وبعدد كبير، وعلما أنه قد تمت عمليات خوصصة العديد من المؤسسات العمومية دون اللجوء إلى البورصة، والتي كان يمكن أن تعطي السوق حيوية ونشاطا، لتسمح له بلعب الدور الذي أنشئ من أجله من جهة والأمر الذي كان يمنحه ترتيبا هاما على المستوى المغاربي خاصة والعربي عامة.

المبحث الثاني: المؤشر البورصي في أسواق الأوراق المالية لكل من البلدان الثلاثة

مؤشر السوق هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية بطريقة مستمرة ومنتظمة [1]، ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة ما، ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو للأسفل، حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها. [2]

تبين مؤشرات الأسواق المالية علاقة تطور الكميات والأسعار عبر الزمن، من أجل التعرف على أداء السوق، أو قطاع اقتصادي معين، أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى.[3]

من هذا المفهوم نستنتج أن هناك نوعين من المؤشرات:

- مؤشر عام، يقيس حالة السوق بصفة عامة، وهو المؤشر الذي يقيس حالة الاقتصاد الكلي؛
- مؤشر جزئي (قطاعي)، يقيس حالة السوق في قطاع معين.

يتم حساب المؤشرات البورصية بطريقة علمية، على أساس عيّنة تمثيلية من الأسهم الأساسية من ناحية الوزن، والأكثر استقرارا والمسعرة على مستوى البورصة.[4]

---

1 –(COSOB), guide de l'investisseur, November 1997, p 21

2 ـــ محمد صالح الحناوي، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 251

3 - P. TOPSCALIAN, Les indices boursièrs sur action, Economica, Paris1996, p : 09

4 ـــ رشيد بوكساني ، مرجع سابق، ص113

المطلب الأول: المؤشر البورصي في سوق الجزائر للأوراق المالية

لا يتوفر في الوقت الراهن مؤشر مرجعي أساسي لقياس مهارات وتطورات سوق الأوراق المالية بالجزائر، بحيث نجد أنه يتم احتساب مؤشرا نظريا يعنى بتقديم اتجاه تطور السوق.

نتيجة لغياب مؤشر بورصة الجزائر، فإنه يتم احتساب محفظة مرجحة متكونة من ثلاث (03) قيم (حتى نهاية 2011 تضم بورصة الجزائر ثلاث أوراق مسعرة)، حيث تقدم مردودية المحفظة من خلال العلاقة التالية:

$$r_{pt} = 1/ N ({}^{3}\Sigma_{i=1}\, ni \,.\, rit)$$

rpt : مردودية المؤشر في الزمن t

rit : مردودية متوسطة للقيمة i في الزمن t

ni : عدد الأسهم للشركة i المصدرة على مستوى السوق

N : العدد الإجمالي للأسهم المتداولة على مستوى السوق.

من خلال هذه العلاقة، يتبين أن المردودية المتوسطة المجمعة لمحفظة، توافق المجموع المستمر للمردوديات المتوسطة والمحققة من خلال هذه المحفظة.

المطلب الثاني: تطور المؤشر البورصي في المغرب:

كانت بورصة الدار البيضاء، وحتى سنة 2002، تتعامل بالمؤشر العام للبورصة IGB والذي يحمل اللامساواة في القيم المسعرة، بمعنى إجمالي القيم في البورصة، ولا يميز بين القيم القوية والقيم الضعيفة في احتسابه، وبالتالي لا يتبنى أي معايير للتصنيف.

الجدول رقم (51): تطور مؤشرIGB

السنة	تطورIGB	نمو (%)
1990	158.7	--
1991	181.1	29.4
1992	201.9	14.1
1993	259.8	11.5
1994	342.3	28.7
1995	342.4	31.8
1996	447.1	30.600
1997	667.5	49.3
1998	803.7	20.4
1999	777.1	3.3-
2000	658.4	15.3-
2001	609.7	7.4-

SOURCE:Calcul de la DEPF sur la base de données de la bourse de Casablanca

عرف المؤشر العام للبورصة تطورا إيجابيا بنسبة 22.8% خلال الفترة 1990-1997 ثم تطورا سلبيا بنسبة (ـ 2.2%) خلال الفترة 1998-2002.

سنة 2002: انطلاق مؤشرات جديدة لبورصة الدار البيضاء MADEX ,MASI ومؤشرات قطاعية ومؤشرات ربحية ومؤشرات للعملة الصعبة.

كما وفي نفس السنة، بدأ التعامل بنظام ضمان حسن إتمام العمليات البورصية، وإلغاء سوق القطع الذهبية المسعرة بالبورصة.

تم تعويض ابتداء من 01 جانفي 2002 المؤشر العام للبورصة ـــ الذي طالما عرف انتقادات من الوسط المالي، باعتباره لم يعد صالحا كونه يأخذ المرجع في حسابه سنة 1979 ـــ بمؤشر جديدMASI : (All Maroccan shares index)، الذي يأخذ في حسابه كل القيم المسعرة على مستوى السوق.

MASI : يشمل كل القيم المسعرة على مستوى سوق المغرب، ويعتبر بالتالي مؤشرا واسعا يسمح بمتابعة تطور إجمالي فئة القيم للتسعير، يتطور عدد القيم المكونة له تبعا للإدراجات للتسعيرة، للشطب، عمليات الدمج، الامتصاص ....ويعد مؤشر عام لبورصة الدار البيضاء, إذ يسمح بقياس التطور الإجمالي للبورصة على أساس حجم أعمال محقق خلال مدة محددة، ويحسب يومبا بعد كل حصة تسعيرة.

MADEX: هو مؤشر بورصي مضغوط، مكون من القيم الأكثر نشاطا في التسعيرة فيما يتعلق بالسيولة، ويتلاءم وتسيير المحافظ.

يعتبر هذان المؤشران الأهم، وهما متداخلان، حيث يسمحان بتقديم صورة أوضح فيما يتعلق بالرسملات المختلفة المسجلة على الساحة المالية، ومدى مساهمتها في نشاط السوق.

كما ظهرت مؤشرات أخرى كامنة قطاعية، يتم الإعلان عنها عند الإغلاق، حيث قامت بورصة القيم للدار البيضاء بمراجعة مصطلحاتها الاقتصادية، بإدخال تصنيف قطاعي جديد، إذ تقسم القيم إلى 10 مجموعات اقتصادية و 39 قطاع صناعي، وهذا يعتبر نفس التصنيف المستعمل على مستوى بورصات باريس، لندن، هونج كونج.

سنة 2004: أصبحت الرسملة البورصية المعومة في حساب المؤشرات (تعديل النظام الأساسي).

تبنت بورصة القيم المنقولة للدار البيضاء ابتداء من 2004/12/1 منهجية جديدة لحساب مختلف المؤشرات القائمة على الأساس العائم، وهي الطريقة المنتهجة من طرف أهم البورصات العالمية، تهدف إلى تقديم اتساق بين الواقع البورصي للمؤسسات المسعرة وانعكاس هذا الواقع على المؤشرات، أي تغيير ترجيح القيم.

مبدأ العائم: يعتبر العائم حصة رأس مال الشركة المعنية بالمبادلة على مستوى السوق، أو نقصد بها حصص الأسهم الممتلكة من العامة.

تؤدي المنهجية المطبقة على المؤشرات البورصية، إلى تقييم ترجيحات القيم المكونة لكل مؤشر على أساس الجزء من رأس المال المملوك من طرف العوام، وليس على أساس رأس المال الإجمالي، مثلما كان متعاملا به من قبل.

تعريف العائم: يعرف العائم الذي تحسب على أساسه المؤشرات، بأنه يأخذ إجمالي القيم المسعرة بعد حذف العناصر التالية:

المراقبة الذاتية: تشمل أسهم الشركة المسعرة والمحتكمة من طرف الشركات تحت سيطرة الشركة المسعرة.

مساهمات الدولة: نخص بها المساهمات المباشرة وكذلك المساهمات عن طريق المؤسسات العمومية وأيضا المساهمات الممتلكة من طرف الشركات تحت سيطرة الدولة.

مساهمات الدائمة للمؤسسين: نقصد بها الأسهم الممتلكة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من طرف المؤسسين، الذين لهم تأثير على التسيير والسيطرة على المؤسسة (المسيرون، السيطرة عند الانتخاب، تأثير معترف به....)

المساهمات المستقرة: نقصد بها المساهمات (على الأقل 5%) المستقرة منذ 3 سنوات، أي التي لم تتدهور بشكل حساس (-1% خارج الانحلال)، كما تشمل المساهمات الأقل أهمية للمساهمين، الذين لهم مع المؤسسة المسعرة اتفاقيات صناعية أو إستراتيجية خلال فترة.

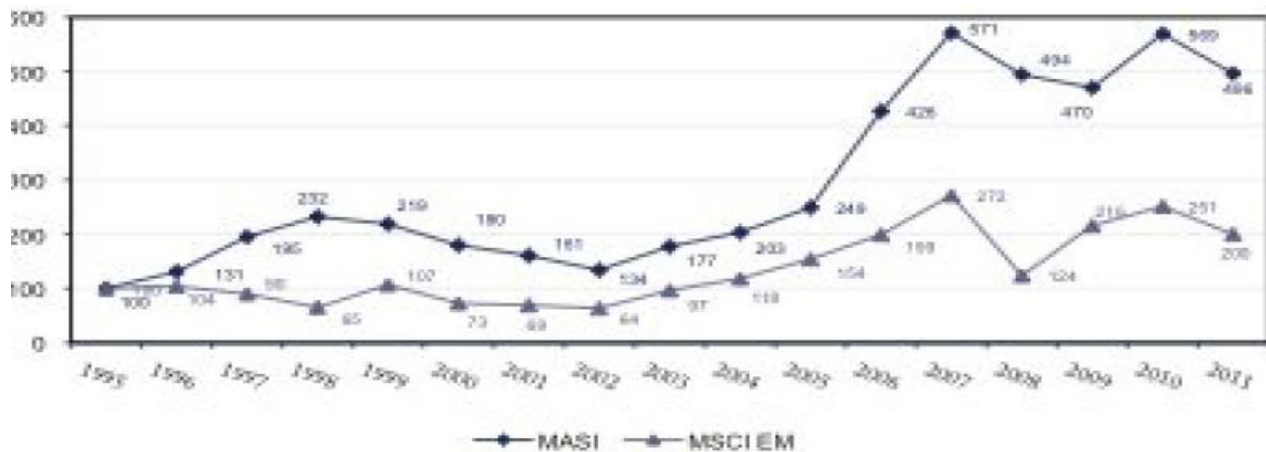
مع بداية سنة 2008 تحولت بورصة الدار البيضاء إلى نظام NSC V900, وهو نظام التسعيرة المطبق على مستوىEURONEXT

الجدول رقم (52): تطور مؤشرMADEX و MASI

2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	
11027	12655	10444	10984	12695	9479	5539	4522	3944	3180	3807	MASI
-12.86	+21.2	–4.9	–13.5	+33.9	+71.1	+22.5	+14.7	+24	–16.5		(%)
9011	10335	8464	9061	10464	7744	4359	3522	3175	2241	2963	MADEX
–12.81	+22.1	–6.6	–13.4	+35.1	+77.7	+23.7	+11.0	+41.7	–24.4		(%)

SOURCE: Calcul de la DEPF sur la base de données de la bourse de Casablanca

الشكل البياني رقم (5): تطور مؤشرMADEX و MASI



Source : CDVM, rapport annuel 2011 P19

تطور MASI خلال الفترة 2003–2007.بمعدل متوسط سنوي 25.95 %

كما تطور خلال الفترة 2003–2007.بمعدل متوسط سنوي بنسبة 27.46 %

– عرف MADEX تطورا بعد التطورات الجيّدة التي شهدتها بورصة الدار البيضاء والجلية، من خلال المؤشرات، غير أنه ونتيجة للأزمة المالية العالمية 2008، التي كان لها انعكاسا سلبيا على أداء بورصة المغرب، التي شهدت تدهورا خلال سنة 2008 ليستمر التدهور سنة 2009، غير أن المغرب شهد تطورات إيجابية على كل المستويات الاقتصادية والمالية سنة 2010 الذي حقق فيه ناتجا داخليا إجماليا يفوق 779 مليار درهم بمعدل نمو 3.7% ، كذلك انعكس على المؤشرات التي عرفت نسبة نمو معتبرة نتيجة للنشاط الجيّد والإجراءات الكثيفة التي اتخذتها بورصة الدار البيضاء (2010)، غير أن تداعيات الأزمة الدولية وعدم الاستقرار السياسي والاقتصادي، أدى إلى تراجع المؤشرين سنة 2011[1] .

كما شهدت سنة 2010 انطلاق نوع جديد من المؤشرات، حيث تم إنشاء FTSE Group بالتعاون مع مؤشرين مطابقة للمعايير الدولية، المحسوبة والمبثة كل 15 ثانية، بحيث يسمح برؤية أحسن للسوق المغربي من طرف المستثمرين الأجانب. ويتمثل المؤشران في :

ـــ FTSE -CSE Morocco15 المتكون من الخمس عشرة(15) قيمة الأكثر سيولة والمسعرة على مستوى بورصة الدار البيضاء.

ـــ TSE CSE Morocco All Liquid Index وهو مؤشر مرجعي يرسم تطورات كل القيم السائلة لبورصة الدار البيضاء .

في حين نجد المؤشر FTSE CSE Morocco 15 قد حقق ارتفاعا في سنة 2010 بـــ 35.8% وانخفض بـــ 1.4 نقطة خلال سنة 2011.

يقدم المؤشر البورصي تلخيصا لحركة السوق عقب مجموعة من العمليات وخلال فترة محددة ، فلا بد من التدقيق فيه حتى يتسنى أن يقدم أكبر معلومات فيه، لذلك نجد أن بورصة الدار البيضاء ومنذ مارس 1997 تبنت نظام التسعيرة الالكتروني وطبقته على أربع (04) قيم لتعممه في جوان 1998 على كل التسعيرات، لتقدم تشكيلة من المؤشرات حول الوضعية العامة للسوق، أو حول الأسهم الأكثر نشاطا، أو الأكثر سيولة حسب القطاعات، حول الاستثمار الأجنبي.

---

1 - Aufait, quotidien des actifs urbains ;jeudi 30 aout 2012

المطلب الثالث: مؤشر سوق الأوراق المالية بتونس

يعتبر BVMT أول مؤشر للسوق التونسي والذي تم إنشاؤه في 30 سبتمبر 1990، بعدها تم إصدار مؤشر تونانداكس الذي بأساس قدره 1000 نقطة يوم 31 ديسمبر 1997، الذي أصبح يمثل المؤشر المرجعي لبورصة تونس، ليقرر مجلس المؤشرات البورصية ابتداء من 02 جانفي 2009 بعدم نشر BVMT .

كما تم تغيير طرق حساب مؤشر تونانداكس الذي لم يعد مرجحا بالرسملة السوقية الإجمالية، وإنما يرجّح بالرسملة العائمة، وتم أيضا تغيير المكونات الداخلة في تركيبة هذا المؤشر لدى اجتماع لجنة مؤشرات البورصة بتاريخ 07 جويلية 2011، حيث أصبح يضم كل القيم المدرجة في أحد أسواق سندات رأس المال من تسعيرة البورصة والتي تفوق مدة بقائها شهرا واحدا (من تاريخ المداولات)، مع التذكير أن العيّنة المكونة لمؤشر تونانداكس، كانت تضم القيم المدرجة باعتبار أسهمها العادية باستثناء شركات الاستثمار، والتي لا تقل مدة بقائها بأحد أسواق التسعيرة عن ستة (06) أشهر.[1]

أما المؤشرات القطاعية التي تم إصدارها يوم 31 ديسمبر 2005 مع أساس قدره 1000 نقطة، فإن منهجية وطرق احتسابهما وكذلك صيغ تعديلها، هي نفسها المطبقة على مؤشر تونانداكس.

تتمثل المؤشرات القطاعية التي يتم إصدارها في نشرة البورصة، في تلك المكونة على الأقل من أربع (04) قيم، والتي تمثل رسملتها في البورصة ما يزيد عن 2 % من رسملة مؤشر تونانداكس، ويوجد اثني عشر (12) مؤشرا قطاعيا يتم نشرها، علما أن سنة 2011 قد سجّلت نشر مؤشرين جديدين يمثلان القطاعين الممتازين "8500- التأمين" و "3500- الصناعات الغذائية و المشروبات".

علاوة على ذلك، سجّلت سنة 2011 إصدار مؤشر جديد يسمى " توناندكس 20" وهو يمثل أداء أكبر عشرين (20) قيمة الأكثر سيولة والمدرجة في أسواق سندات رأس المال بالبورصة. وقد تم وضع هذا المؤشر بغرض مماثلته واستخدامه كمؤشر مرجعي.

يتمثل مجال هذا المؤشر الجديد في ذلك المتعلق بأول خمسة وعشرون (25) رسملة بورصة عائمة، التي تم إدراجها في أسواق سندات رأس المال بالبورصة والمسعرة بصفة متواصلة وتفوق مدة بقائها شهرا واحدا. انطلاقا من هذا المجال، يتم اختيار أكبر خمس عشرة (15) قيمة تحقق نسبة دوران دنيا لتدخل في عينة المؤشر. وتصنف القيم العشر المتبقية حسب حجمها (رسملة البورصة العائمة)، وسيولتها (الحجم ونسبة الدوران وتواتر التداول والمجال في السوق). ويتم منح رتبة نهائية لكل معيار وتضاف الخمس (05) قيم الأولى إلى عيّنة المؤشر.

---

1 - BVMT :Les indices de la bourse de Tunis , 2011, P2

تم وضع وفي جانب مواز، صيغة أسعار تسمى " توناندكس أسعار 20" لا تأخذ بعين الاعتبار إعادة استثمار الأرباح.

بالإضافة إلى ذلك وبهدف الاستجابة لمتطلبات المتصرفين، يتم احتساب مؤشر مردودية "PAWVNT20" وفقا للسعر الوسطي المرجح.

يتم ترجيح هذه المؤشرات الجديدة من خلال رسملة البورصة العائمة، بنفس الطريقة المستخدمة بالنسبة للمؤشر توناندكس.

تجدر الإشارة بالإضافة إلى ذلك، أن المؤشرات توناناداكس وتوناناداكس 20 وتوناناداكس أسعار 20 يتم احتساها بالدينار التونسي ومتوفرة أيضا بالدولار الأمريكي وبالأورو.[1]

عرفت بورصة تونس مرحلة طويلة من النمو البورصي، حيث كانت آخر سنة التي عرف فيها المؤشر انخفاضا منذ سنة 2002 أين عرف المؤشر تونناداكس ارتفاعا من 1.125 نقطة إلى 4.552 نقطة أي تطور بنسبة 304.6% مدعما بنفس المستوى من نمو الأرباح.

كذلك اتبع PER مسارا نحو الارتفاع خلال المرحلة 2006–2010 حيث انتقل من 13.7X في سبتمبر 2006 إلى 15.9X في سبتمبر 2010 و إلى 14.8X في 31 ديسمبر 2010.

كما قدّر معدل نمو الأرباح (PEG (price earning to growth) بحوالي 20% من أجل نسبة 0.6 % الذي يدل على وجود فرص كثيرة وذات جاذبية للاستثمار.

في بداية سنة 2010 وفي إطار تحقيق مهارات استمرت إلى غاية سبتمبر، أين وصل إلى ذروته عند 5.681 نقطة أي ارتفاعا بنسبة 32.38% منذ بداية السنة فقط.

بعدها عرف السوق حركة انخفاض، نتيجة لأزمة ثقة مدعمة من خلال ترويج معلومات وتقديرات معلقة بقانون المالية لسنة 2011 أين يتوقع فرض ضرائب على القيم المضافة عند التنازل عن الأسهم، حيث تقر المادتين 35 و 36 من مشروع قانون المالية اقتطاع رسم نسبته 10 % على كل قيمة مضافة محققة تفوق عشرة (10) آلاف دينار تونسي على مستوى البورصة، وخلال مدة أقل من سنة.

عاود تونناداكس، في أول جلسة من سنة 2011، الارتفاع محققا نموا بنسبة 0.31% أي 5.128 نقطة، لينتقل بعدها إلى 5.217 نقطة بتاريخ 2011 /01/07 أي محققا ارتفاعا بنسبة 2.05 % ليعاود الانخفاض نتيجة الاضطرابات السياسية التي شهدها المغرب أين وصل الانخفاض إلى 12.74 %.

1 - Rapport banque centrale tunisienne, n 53, p143

جدول رقم (53) : التطور السنوي لمؤشر توننداكس

السنة	التغير (%)
2011/12/31	7.63 -
2011/01/14	10.95-
2010	19.1+
2009	28+
2008	48+
2007	11+
2006	44+
2005	21+
2004	7+
2003	12 +
2002	12-

المصدر : من إعداد الباحثة من خلال النشرات الفصلية لتقارير صندوق النقد العربي

مؤشر توناندكس والمؤشرات القطاعية:

سنة 2009

تدارك مؤشر توناندكس خلال سنة 2009 الخسائر التي سجلها طيلة الربع الأخير من سنة 2008 ومنذ ذلك التاريخ سجل المؤشر مستويات قصوى جديدة وأقفل العام في مستوى تاريخي يساوي 4291.72 مقابل 2892.40، وفي نهاية سنة 2008 شهد تقدما سنويا يساوي 48.38 % مقابل 10.65 % عام 2008. وبالمقارنة مع مستواه الأقصى للسنة الماضية المسجل يوم 9 سبتمبر 2008، تقدم توناندكس بنسبة 25.5 %.

لقد ارتفع معدل المردودية السنوي لتوناندكس منذ انطلاقه في سنة 1998 إلى 12.9 %.و لم يسجل هذا المؤشر خلال سنة 2009 سوى انخفاضين شهريين، أولهما في شهر جويلية بــ1.35 % والثاني في شهر أكتوبر بــ0.08 %.

بالمقابل، حقق هذا المؤشر أهم الارتفاعات الشهرية، حسب نظام تنازلي في شهر أفريل بــ 9,03% وشهر جوان بــ 7.77 %. وسبتمبر بــ 7.68 % وديسمبر بــ 4.49 % و أوت بــ4.03 %.

تمثل الأسهم الخمسة الأكثر أهمية في مؤشر توناندكس 43.8 % من الترجيح الكلي (بنك تونس العربي الدولي والبنك التونسي ومجموعة بولينا القابضة وشركة التبريد بتونس والبنك العربي لتونس). وقد ساهمت هذه الأسهم في تغير توناندكس بــ 20.4 نقطة مئوية. أما الأسهم الخمسة التي ساهمت أكثر من غيرها في تقدم مؤشر توناندكس 23 نقطة مئوية (فهي : بنك تونس العربي الدولي والبنك

العربي لتونس والبنك التونسي والتجاري بنك والشركة التونسية للبنك)، لتمثل 41.7 % من الترجيح الكلي للمؤشر، وعلى المستوى القطاعي، سجّلت كل المؤشرات القطاعية التي نشرتها البورصة نتائج إيجابية سنة 2009.

لقد شهد المؤشر القطاعي لتجهيزات السيارات أكبر ارتفاع نسبته 77.81 %، يليه مباشرة مؤشر الصناعة بـــ 75,16 % ثم مؤشر التوزيع 74.54 %، وأخيرا مؤشر الخدمات للمستهلك بـــ 60.82%

سنة 2010:

واصل مؤشر توناندكس صعوده خلال سنة 2010، حيث اقفل في مستوى النقطة 5122.52 بعد أن افتتحها في مستوى 4291.72 نقطة، مسجلا ارتفاعا بـــ 820.8 نقطة وهو ما يعادل 19.13 % ليحقق بذلك ارتفاعه الثامن على التوالي منذ سنة 2003.

ومنذ نهاية سنة 2002، سجّل مؤشر توناندكس تطورا بنسبة 357 % أي ما يعادل نسبة ارتفاع سنوية بـــ 21% وسجّل مؤشر توناداكس سنة 2010 ولمرات متتالية مستويات تاريخية منذ إحداثه في 31 ديسمبر 1997. وبلغ المؤشر يوم 30 سبتمبر 2010، أعلى نسبة ارتفاع بلغت 32.34 % في حدود النقطة 5681.39 .

ساهمت الخمس (05) شركات الأهم، من حيث الرسملة السوقية وهي البنك التونسي، بنك تونس العربي الدولي، مجمع بولينا القابضة، الشركة التونسية للبنك وشركة التبريد بتونس، في تطور لمؤشر منذ بداية سنة 2010 ، بنسبة فاقت 48 %.

أفرز التطور الشهري لمؤشر توناندكس ارتفاعا هاما في شهر جانفي وسبتمبر على التوالي بنسبة 8.84 % و6.29 % تليها ارتفاعات سجّلت خلال أشهر: (جويلية) 4.46 %، (أوت) 4.12 % ، (أفريل) 3.87 %.

في المقابل، سجّل المؤشر تراجعا خلال شهر (فيفري) 0.09 % وشهر (جوان)0.64% وشهر(أكتوبر) 9.82 % وفي شهر(ديسمبر) بنسبة 3.07% . ويعزى الانخفاض الكبير لمؤشر توناندكس خلال شهر (أكتوبر) إلى ما تضمنه مشروع قانون المالية لسنة 2011 فيما يخص إحداث ضريبة على القيمة الزائدة المتأتية من التفويت في أسهم الشركات المدرجة بالبورصة، وقد كان لهذه المعلومات تأثيرا سلبيا على سلوك المستثمرين الذين بادروا خلال تلك الفترة بعمليات بيع مكثفة، مما أدى إلى انخفاض في أسعار أسهم الشركات المدرجة.

أما فيما يتعلق بالمؤشـــرات القطـــاعية، فباستثناء الانخفاض البسيط الذي سجله مؤشر الخدمات للمستهلك بنسبة بلغت 0.01 % ، حققت كل المؤشرات القطاعية الأخرى مردودا إيجابيا سنة 2010، وسجّل مؤشر الخدمات المالية خلال سنة 2010، أعلى نسبة ارتفاع بلغت 38.63 %

يليه مؤشر المقولات ومواد البناء بنسبة 3.20 % ، ثم مؤشر الصناعة بـــنسبة 27.01 % ، وأخيرا مؤشر الشركات المالية بـــنسبة 23 %.[1]

سنة 2011:

بعد ثماني سنوات متتالية من الارتفاع منذ سنة 2003، سجّل مؤشر توناندكس في 2011 انخفاضا بنسبة 7.63 % ، ليقفل عند النقطة 4722.25 مقابل تطور بنسبة 19.1 % في 2010. وأفرزت حصيلة تغير الأسعار تراجع 34 شركة من مجموع 57 شركة (مقابل 23 ارتفاع) بنسب تراوحت بين - 0.3 % إلى - 48.5 %.

ساهمت أسهم القطاع البنكي بنسبة 7 نقاط مئوية في الانخفاض الذي سجّله مؤشر توناندكس خلال سنة 2010 .

على المستوى القطاعي، حافظت ثلاثة مؤشرات على نسقها التصاعدي خلال سنة 2011، فقد واصل مؤشر المواد الأساسية ارتفاعه مسجلا أعلى نسبة تطور بلغت 29.31% مقابل 13.46% في 2010 ، ثم مؤشر مواد الاستهلاك بنسبة 17.73 % مقابل 14.02 % في السنة السابقة يليه مؤشر الصناعة بنسبة 6.26 % ، في المقابل، سجلت كل مكونات مؤشر الشركات المالية أكبر نسب انخفاض، فقد تقلّص مؤشر التأمين خلال سنة 2011 بنسبة 13.35 % وانحدر مؤشر البنوك بنسبة 13.23% وتراجع مؤشر الخدمات المالية بنسبة 6.81 %. أما مؤشر الخدمات للمستهلك، فقد كان انخفاضه أقل من المؤشرات الأخرى في حدود 8.19 %.[2]

من ناحية أخرى، أصبحت عيّنة الشركات المعتمدة في احتساب مؤشر توناندكس والمؤشرات القطاعية، تضم كل شركة مدرجة بإحدى أسواق البورصة، على أن تكون لها أقدمية تفـــوق الشهر. وبالتالي فإن كل سندات رأس المال المدرجة بالسوق البديلة وسندات رأس المال التي لها أشكال مختلفة عن الأسهم العادية، تم ضمها بداية من غرة أوت في مؤشر توناندكس. وعملا بهذا القرار، فقد تم ضم الشركات الآتي ذكرهم بمؤشر توناندكس: بنك تونس والإمارات (الأسهم ذات الأولوية في الربح) والتوظيف التونسي وشركة التوظيف والتنمية الصناعية والسياحية وشركة الاستثمار تونافست وقرطاج للإسمنت وسرفيكوم وتلنات القابضة: كما تم إدماج أسهم هذه الشركات بالمؤشرات القطاعية المعنية.[3]

---

1 - Rapport MAXULA BOURSE intermediare en bourse fevrier 2011
2- http://www.bvmt.com.tn/documentation/market-infos/pdf/Composition-Indices-Sectoriels.pdf
3- Rapport d'activité BVMT,2011 ,P24
http://www.bvmt.com.tn/publications/stats/reports/2011.pdf

بالنسبة للمؤشرات القطاعية، قرّرت لجنة مؤشرات البورصة، توسيع قاعدة المؤشرات القطاعية التي تم نشرها في سنة 2010 بمؤشرين جديدين، وهما مؤشر التأمين بداية من 02 جانفي ومؤشر الفلاحة والصيد البحري بداية من 18 جويلية 2011.

كما تم تحويل أسهم مجمع بولينا القابضة، من مؤشر الشركات المالية لتلتحق بمؤشر مواد الاستهلاك ومؤشر الفلاحة والصيد البحري، وذلك اعتمادا على أن الجزء الأهم من رقم معاملاتها الذي يأتي من شركات تنشط في هذه القطاعات.

عرف المؤشر البورصي لسوق تداول القيم المنقولة بتونس، تطورات منذ 1990، فنجد أن مجلس المؤشرات البورصية هو من يشرف على تسيير عينات مؤشرات البورصة ومراقبة مصداقيته في التمثيل.

منذ سنة 2009، أصبحت طريقة حساب تونانداكس وكذا المؤشرات القطاعية، لا تعتمد على الترجيح بالرسملة الكلية للسوق وإنما بالرسملة العائمة، وهي الطريقة المستعملة في حساب المؤشرات العالمية الكبرى ، بحيث تسمح هذه الطريقة بإعطاء انسجام أكبر بين الحقيقة البورصية للشركات وترجمة المؤشرات.

تهدف المؤشرات إلى إمداد المسيرين، المحللين والمدخرين إمكانية قياس مهارات التوظيفات والنشاطات البورصية، لذلك نجد أن المؤشر البورصي التونسي عرف تطورات وتفرعات حسب تطور السوق.

نجد أنه تم اعتماد فيما يتعلق بالمؤشرات القطاعية التي تم إصدارها يوم 31 ديسمبر 2005 مع أساس قدره 1000 نقطة، منهجية وطرق احتساب وكذلك صيغ لتعديلها، هي نفسها المطبقة على مؤشر تونانداكس.

تتمثل المؤشرات القطاعية التي يتم إصدارها في نشرة البورصة، في تلك المكونة على الأقل من أربع (04) قيم والتي تمثل رسملتها في البورصة ما يزيد عن 2 % من رسملة مؤشر تونانداكس، ويوجد اثنتي عشر (12) مؤشرا قطاعيا يتم نشرها، علما أن سنة 2011 سجلت نشر مؤشرين جديدين يمثلان القطاعين الممتازين "8500- التأمين" و "3500- الصناعات الغذائية و المشروبات".

المؤشر الجديد "تونانداكس 20" من أجل تشجيع الاستثمار الأجنبي، على مستوى السوق البورصي التونسي، تم إطلاق مؤشر جديد "تونانداكس 20"، الذي يعكس أداء أكبر عشرين (20) قيمة مسعرة من منظور الرسملة والسيولة.

يعرض المؤشر الجديد بالدولار الأمريكي والأورو، ويأخذ سنة 2006 كمرجع وبأساس ألف نقطة.

يتمثل فضاء المؤشر في الخمس وعشرين (25) رسملات بورصية الأخيرة العائمة، المقبولة على مستوى سوق القيم لرسملة البورصة، والمسعرة باستمرار، مدة دورانها يفوق الشهر.

يتكون المؤشر توناناداكس 20 من خمس عشرة (15) أكبر قيمة، التي تضاف إليها وبطريقة متغيرة خمس (05) قيم أخرى مختارة حسب أهميتها وسيولتها.[256]

تخضع مكونات المؤشر إلى مراجعة منتظمة سنوية في شهر ديسمبر من كل سنة، إضافة إلى مراجعات استثنائية منجزة ثلاثيا في كل من شهر مارس، جوان وسبتمبر. تهدف هذه المراجعات إلى ضمان حسن تمثيل المؤشر.

يسمح المؤشر الجديد توناناداكس 20 بإعطاء عمق أكبر للسوق المالي، وإمداد المهنيين (الوسطاء وشركات تسيير محافظ القيم المنقولة لحساب الغير) بأداة إضافية، من أجل اتخاذ قرارات التوظيف لمستثمريهم.

كما يسمح هذا المؤشر بتعميق السوق الثانوي، من خلال تكثيف المستثمرين المؤسساتيين للبورصة من جهة، وتنشيط السوق الأولي لجذب قيم جديدة.

كذلك تم إنشاء التوناناداكس 20 ليكون مرجعا لمسيري المحافظ، بحيث يمكّنهم من المقارنة بين مهارته ومهارة المحافظ المسيرة من طرفهم. وبالتالي خلق الشفافية بين المستثمر والمسئول على تسيير المحفظة له.

من مزايا هذا المؤشر تشجيع الاستثمار في الصناديق المشتركة للتوظيف في القيم المنقولة، حسب مردود المؤشر وهذا بتخفيض المخاطر.

كذلك هناك مشروع يستهدف استقطاب مستثمرين أجانب جدد، بمشاركة الممثلين الدوليين لمؤشرات البورصات الكبرى العالمية مثل "ستاندار أند بور" و " الداون جونز".[(2)]

المطلب الرابع : قراءة وتحليل

عكس الجزائر التي تقدّم مؤشرا نظريا ليعكس تطورات السوق خلال مرحلة معينة، نجد أن كلا من بورصتي الدار البيضاء والتونسية، تقدمان تشكيلة من المؤشرات حول الوضعية العامة للسوق، وتتفرع هذه المؤشرات مساندة للمؤشر الرئيسي من أجل إعطاء صورة أدق حول تطور السوق أو حول الأسهم الأكثر نشاطا، أو الأكثر سيولة، حسب القطاعات وحول الاستثمار الأجنبي...

كما أنه تم اعتماد في كل من بورصة الدار البيضاء أو بورصة تونس للقيم المنقولة، في حساب المؤشرات على الطرق العالمية، التي تحسب بها أكبر المؤشرات في البورصات العالمية.

كما يتم مراجعة باستمرار هذه المؤشرات واستحداثها على مستوى كل من بورصتي الدار البيضاء والتونسية، من جهة كي تعطي تمثيلا واقعيا لمردودية السوق، وتسهيل المقارنة في التوظيفات لفئة المستثمرين من جهة أخرى.

كما تم تبني السوق المالي المغربي ونظيره التونسي تقنيات لمؤشرات بالعملة الأجنبية (الأورو والدولار) من أجل استقطاب الاستثمارات الأجنبية وتمكين مقارنة أداء المحافظ على المستوى المحلي والدولي.

---

1 - www.tunisienumerique.com du 25 novembre 2011

2- Voir : rapportTunisie 2011, Bourse tunisie, P17-21

المبحث الثالث: مؤشر السيولة و التركيز

تعبّر سيولة البورصة عن سهولة تداول الأوراق المالية بيعا وشراء، وتعتبر مؤشرا هاما لإغراء المستثمرين والمدخرين على حد سواء للتعامل في البورصة.

تسمح سيولة البورصة بتقليل المخاطر وتحقيق جاذبية أكثر للأموال، كونها تعطي الفرصة للمدخرين لتحصيل أصولهم من الأوراق المالية وبيعها بسرعة وبأسعار مناسبة، كلما دعت الضرورة إلى ذلك، كأن تكون لديهم رغبة في استرجاع مدخراتهم أو تغيير مكونات محافظهم المالية. (1)

في حين يبين مؤشر درجة تركز السوق مدى سيطرة اكبر العشر شركات الكبرى المسعرة على رسملة سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: سيولة و تركيز سوق الجزائر للقيم المنقولة

سوف نحلل سيولة و تركيز سوق الأوراق المالية الجزائري كمايلي:

الفرع الأول: سيولة بورصة الجزائر للقيم المنقولة: سنحاول دراسة سيولة السوق من خلال تتبع قيمة التداول، ومعدل دوران السهم[2] خلال فترة (2000–2011) ، من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (54): تطور مؤشر السيولة في بورصة الجزائر للقيم المنقولة

السنوات	قيمة التداول (مليون دينار)	معدل الدوران (%)	معدل نمو قيمة التداول (%)
2001	533,217	00	----
2002	112,060	00	79-
2003	17,257	0.16	85-
2004	8,432	0.09	51-
2005	4,188	0.04	50-
2006	149	0.35	3457.7
2007	960	0.22	544
2008	1218	0.31	26.8
2009	896	0.21	26.4-
2010	670	0.04	25.2-
2011	321	0.45	52-5

المصدر: من إعداد الباحثة: بالاعتماد على معطيات البنك الدولي و صندوق النقد العربي

لم يتم حساب معدل دوران السهم خلال السنتين 2002/2001 لأنّه لم يتم العثور على القيمة السوقية لتلك السنوات في قاعدة بيانات الصندوق النقد العربي، لأنّ الجزائر انضمت إليه في سنة 2003. (معدل دوران السهم = قيمة التداول/ القيمة السوقيّة).

** معدل نمو قيمة التداول للسنة ن = (قيمة التداول للسنة ن – قيمة التداول للسنة ن–1)/ قيمة التداول للسنة ن–1.

---

1 - Ross LEVINE, "spur of stock market", in **Finance & Development**, Vol. 33, N°1. Mars 1996, p15

2– المحسوب بقسمة قيمة الأسهم المتداولة خلال السنة على رأس المال السوقي لجميع الأسهم المقيدة بالبورصة خلال نفس السنة

يتبين من خلال الجدول أعلاه، أن التداول عند بداية نشاط بورصة الجزائر عرف حيوية سريعة خاصة بعد التحاق سهم الأوراسي، أين عرفت قيمة التداول سنة 2000 ارتفاعا يقدر بـــ 555 %. لكن نتيجة لجمود البورصة وتداول فقط الأربع قيم على مستواها، عرفت البورصة تدهورا لدرجة السقوط الحر، إذ انخفض عدد الأوامر من 1.896.140 سنة 2000 إلى 299.369 سنة 2005، وعدد المبادلات من 323490 سنة 2000 إلى 13487 سنة 2005.

إلا أنه وابتداء من سنة 2006 عرف السوق بعد خمس سنوات من الركود إصدارات لسندات جديدة، مما أعطى نفسا جديدا ضعيفا لإعادة بعث أو إبقاء التداول جاريا على مستوى السوق، بضخ مجموعة من القيم السندية، حتى سنة 2008 التي شهدت أكبر ارتفاع للتداولات من حيث العدد ومن حيث القيمة؛ إذ شهدت هذه السنة تداول سهمين وأربع قيم سندية، إضافة إلى أول إصدار للسندات الشبيهة للخزينة، فعرفت هذه السنة ارتفاعا قدّر بنسبة 30350 % مقارنة بسنة 2005.

عاد سوق القيم المنقولة ليعرف تدهور القيمة المتبادلة على مستواه خلال الفترة (2009–2011) نتيجة استيفاء آجال استحقاق السندات القديمة، وإدراج قيم جديدة بقيمة أقل، إلى أن نصل إلى سنة 2011 التي لم تعرف إلا إطلاق جديد للسندات الشبيهة للخزينة.

الفرع الثاني: تركيز سوق الأوراق المالية في الجزائر

إن الهدف من حساب مؤشر التركيز، هو تحديد مدى سيطرة العشر أكبر شركات في تحديد اتجاه السوق، من خلال نسبة رسملتها مقارنة بإجمالي الرسملة السوقية، وبالتالي ليس لهذا المؤشر أي معنى بالنسبة للسوق المالي الجزائري، لأنه أصلا لا يملك إلا ثلاث قيم، التي تمثل وتحدد اتجاه السوق، ومنه ليست العشر أكبر شركات ما يسيطر على حركة السوق، إنما الثلاث مؤسسات وحدها لا غير وبدرجة تركيز عالية تمثل 100 % . وعليه يعتبر السوق الجزائري الأكثر تركيزا على المستوى العالمي.

المطلب الثاني: سيولة و تركيز سوق الأوراق المالية بالدار البيضاء

سوف نحلل سيولة و تركيز سوق الأوراق المالية المغربي كما يلي:

الفرع الأول: سيولة سوق الأوراق المالية بالدار البيضاء: نستخدم بيانات إحصائية لتبيين ذلك.

الجدول رقم (55): تطور مؤشر السيولة في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء

السنوات	قيمة التداول (مليون درهم)	قيمة تداول الأسهم (مليون درهم)	معدل الدوران (%)	معدل نمو قيمة التداول (%)
2000	34.600	---	15	63-
2001	26.722	19.724	19	23-
2002	22.458	20.420	23	15-
2003	53.695	45.289	39	122
2004	71.763	64.683	11.9	33.64
2005	148.517	144.185	21.2	107
2006	166.421	157.834	18.6	12
2007	359.778	349.731	29.2	116
2008	244.164	222.053	16.6	33-
2009	144.421	124.274	10.7	40-
2010	119.932	108.874	20.1	12-
2011	103.300	93.858	9.59	-14

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير صندوق النقد العربي وإصدارات بورصة الدارالبيضاء

يلاحظ أن تداول الأسهم يمثل الأغلبية الساحقة للتداول، بنسبة تدور حول 90 % تقريبا خلال كل الفترة.

شهدت سنة 2003 ارتفاع معدل الدوران (قيمة الأسهم/ الرسملة البورصية) ويرجع هذا إلى تطور قيمة تداول الأسهم، الذي ارتفع سنة 2003 بنسبة 122 % ، واستمر هذا الارتفاع بشكل كبير ليصل إلى رقمه القياسي سنة 2007 محققا نسبة تطور مقارنة بسنة 2002 تقدر بنسبة 1500 % وهذا راجع لموجة الإدراجات التي عرفها السوق لهذه السنة.بعدها شهدت تراجعات متتالية إلى أن تصل إلى حد الخطر في سنة 2011 .

تدرك السلطات المغربية خطورة نقص السيولة على مستوى سوقها الثانوي، و خوفا من إعادة ترتيبه على المستوى الافرقي و بين أسواق الدول الناشئة ،نجدها مهتمة وتتباحث كيفية تسييله من خلال اشتقاق قيمة الأسهم و بالتالي مضاعفتها، و إعادة شرائها من طرف الشركة المصدرة من أجل تحريك أكبر للسوق، أو حركة إدراج مهمة كالتي حدثت سنة 2007 من شأنها إنعاش السوق.

الفرع الثاني: تركيز سوق الأوراق المالية بالدار البيضاء: نتناول ذلك من خلال إحصائيات عن الشركات المدرجة ، من أجل معرفة درجة تركيز السوق.

جدول رقم (56): أقوى عشر شركات من حيث الرسملة البورصية (2011) (مليار درهم)

القيم	القطاع	رسملة 2011/12/31	الحصة %
ITISSALAT AL MAGHRIB	الاتصالات	119.21	23.09
ATTIJARI WAFA BANK	البنوك	67.57	13.09
BMCE BANK	البنوك	36.71	7.11
BCP	البنوك	31.02	6.01
LAFARGE CIMENTS	البناء	27.08	5.25
DOUJA PROM ADDOHA	العقارات	22.02	4.27
CGI	العقارات	18.43	3.57
CIMENTS DU MAROC	البناء	13.71	2.66
MANAGEM	المناجم	13.14	2.54
WAFA ASSURANCE	تأمينات	12.95	2.51

Source: ecofin Finance Conseil européen en charge des affaires économiques et financières 2012

تبقى بورصة دار البيضاء من الساحات المالية المرتفعة التركيز، حيث نلاحظ أن رسملة العشر (10) مؤسسات الأولى (من إجمالي 74 مؤسسة) تمثل 70.55% أي تقريبا الثلاثة أرباع من الرسملة الإجمالية. [1]

كما تمثل قطاعات: البنوك (26.21%)، الاتصالات (23.09%) و البناء (7.91 %)، العقارات (7.84%) قطاع المناجم (2.54 %) والتأمينات (2.51 %) أساس الرسملة البورصية.

المطلب الثالث: سيولة و تركيز السوق التونسي للقيم المنقولة

سوف نحلل سيولة و تركيز سوق الأوراق المالية التونسي كما يلي:

الفرع الأول: سيولة السوق التونسي للقيم المنقولة: نستخدم بيانات إحصائية لتبيين ذلك.

الجدول رقم (57): تطور مؤشر السيولة في بورصة تونس للقيم المنقولة

السنوات	قيمة التداول (مليون دينار)	معدل الدوران (%)	معدل نمو قيمة التداول (%)
2001	841	12.3	--
2002	1006	10	16.4-
2003	948	7.1	5.8-
2004	690	8.9	27.2-
2005	1661	16.5	140.9
2006	4606	14.3	177.3
2007	1744	13.3	62.1-
2008	4130	25.5	136
2009	3324	16.2	20-
2010	3831	17.2	15.4
2011	3139	11	18-

المصدر: من إعداد الباحثة من خلال تقارير صندوق النقد العربي

نقدم فيما يلي من خلال الجدول أعلاه تطور حجم المعاملات :

سنة 2009

بلغ الحجم الإجمالي للمعاملات في البورصة 3.324 مليون دينار سنة 2009 مقابل 4.130 مليون في 2008 وسجّل بذلك انخفاضا يساوي 20 %. وقد توزع الحجم الإجمالي للمعاملات بنسبة 54.6 % لتسعيرة البورصة وبــ 1.2% للسوق الموازية وبــ 44.2 % لعمليات التسجيل وعمليات التصريح.

بالمقابل تقدم العدد الإجمالي الأسهم المتداولة سنة 2009 ليرتفع إلى 343 مليون مقابل 260 مليون سنة 2008 أي بزيادة قدرها 32 %.

استأثرت تسعيرة البورصة بحصة تساوي 55.2% من الحجم الإجمالي للسندات المتبادلة، مقابل حصة بــ 0.9 % للسوق الموازية وحصة بــ 43.8 % لعمليات التسجيل وعمليات التصريح، وازداد العدد الإجمالي للصفقات المنجزة في البورصة خلال سنة 2009 ليبلغ 396.498 وحدة مقابل 315.883 في سنة 2008.

ارتفع عدد الصفقات في تسعيرة البورصة إلى 394.562 منها 99.8 % استأثرت بها سندات رأس المال تم إنجاز 613 صفقة في السوق الموازية، فيما شملت عمليات التسجيل 1.303 صفقة وعمليات التصريح 20 صفقة.[257]

---

[257] Voir : rapport d'activité bvmt,Tunisie 2009, Bourse tunisie

سنة 2010

سجّل حجم التداول الإجمالي خلال سنة 2010 تطورا بنسبة 15.4 % مقارنة بسنة 2009 ليبلغ 3837 مليون دينار مقابل 3324 مليون دينار لسنة 2009. يتوزع الحجم الإجمالي للتداول بنسبة 70.4 % بتسعيرة البورصة وقيمة 2702 مليون دينار و 1.3 % بالسوق الموازية 48 مليون دينار و28.3 % بالنسبة لعمليات التسجيل والتصريح وقيمة 1087 مليون دينار وفي نفس السياق، تطور عدد الصفقات بالبورصة بنسبة 60 % لتبلغ 634142 وحدة مقابل 396498 صفقة في 2009، في المقابل انخفض عدد الأسهم المتداولة بالبورصة سنة 2010 ليبلغ 309 مليون سهم مقابل 343 مليون سهم سنة 2009.[258]

سنة 2011

بلغ الحجم الإجمالي للمعاملات سنة 2011 ما قدره 3139 مليون دينار مقابل 3831 مليون دينار سنة 2010، مسجلا تراجعا بنسبة 18 %، كما أن المعدل اليومي لحجم التداول قد تقلص بدوره من سنة إلى أخرى ليبلغ 7.1 مليون دينار مقابل 10.7 مليون دينار سنة 2010.

يتوزع الحجم الإجمالي للتداول كما يلي: تسعيرة البورصة 1678 مليون دينار أي ما نسبته 53.46 %، السوق الموازية تراجعت حصتها إلى 0.53 %، وهو ما يمثل 16 مليون دينار، ومثّلت عمليات التسجيل والتصريح نسبة 46% أي ما يعادل 1444 مليون دينار. باستثناء ارتفاع قيمة عمليات التسجيل والتصريح خلال سنة 2011، سجّلت بقية أسواق البورصة تراجعا في حجم المعاملات بنسبة بلغت 38% بتسعيرة البورصة و66% بالسوق الموازية.[259]

الفرع الثاني: تركيز السوق التونسي للقيم المنقولة

نأخذ جملة من الإحصائيات ذات العلاقة التي تسمح بتحديد درجة التركيز.

---

[258] Voir : rapport d'activité bvmt Tunisie 2010, Bourse tunisie

[259] Voir : rapportT d'activité bvmt unisie 2011, Bourse tunisie

الجدول رقم (58): الشركات العشرة الأكبر من حيث رسملة السوق التونسي في 2011/12/31

اسم الشركة	رسملة السوق بالدينار	النسبة إلى قيمة السوق الإجمالية (%)
مجموعة بولينا القابضة	1.472.429.448	10.19
بنك تونس العربي الدولي	1.274.830.000	8.82
البنك التونسي	1.206000.000	8.34
شركة التبريد و معمل الجعة بتونس	8.58000.000	5.94
الاتحاد البنكي للتجارة و الصناعة	666.679.464	4.61
بنك الأمان	654.000.000	4.53
التجاري بنك	630.787.500	4.36
البنك العربي لتونس	592.000.000	4.10
قرطاج للإسمنت	590.421.062	4.09
آرليكيد تونس	430.951.644	2.98
المجموع	8.376.099.118	57.96

المصدر: من إعداد الباحثة انطلاقا من جدول حركة الأسهم المدرجة سنة 2011

يتبين من خلال الجدول أعلاه، تركيز السوق المالي التونسي، حيث أنه من إجمالي 57 شركة مسعرة في بورصة تونس للقيم، نجد الشركات العشر الأولى من حيث الرسملة السوقية تحوز على حوالي 58 % من مجموع الرسملة السوقية لبورصة تونس، أي ما يعادل 8376 مليون دينار.

تبقى شركة بولينا القابضة صاحبة أكبر رسملة سوقية في نهاية سنة 2011، إذ تقدر حصتها وحدها بـــ 10.2 % أي ما قيمته 1472 مليون دينار.

كما يظهر جليا سيطرة قطاع البنوك في الرسملة البورصية إذ وحده يمثل 44.95 %.

1 - www.tresor.economie.gouv.fr/File/327094

الخلاصة

تعتبر مؤشرات الأسواق المالية أداة من أدوات تحليل أداء و تطور السوق من جهة و أداة التنبؤ بحركة تطوره مستقبلا. يظهر من خلال تحليل مؤشرات نمو الأسواق المالية المغاربية تفاوتا في النتائج الأمر الذي يفسر ترتيب الأسواق و دورها من خلال أدائها: فنجد في المرتبة الأولى على الصعيد المغاربي سوق الدار البيضاء للأوراق المالية من حيث عدد الشركات المسعرة لديها، يليها السوق التونسي بينما يبقى السوق المالي الجزائري من أصغر الأسواق على المستوى المغاربي والدولي.كما يعتبر المغرب رائدا في تطبيق إستراتيجية الخوصصة على المستوى المغاربي ويتم اعتماد في حساب المؤشرات على الطرق العالمية، التي تحسب بها أكبر المؤشرات في البورصات العالمية ويتم مراجعتها باستمرار واستحداثها كي تعطي تمثيلا واقعيا لمردودية السوق، وتسهيل المقارنة في التوظيفات لفئة المستثمرين من جهة أخرى.

كما تم تبني السوق المغربي و التونسي لمؤشرات بالعملة الأجنبية (الأورو والدولار) من أجل استقطاب الاستثمارات الأجنبية وتمكين مقارنة أداء المحافظ على المستوى المحلي والدولي. غير أننا نلاحظ سيطرة كبرى الشركات المغربية على ثلاث أرباع (70.5%) من رسملة السوق، و العشر أكبر شركات التونسية على أكثر من نصف الرسملة السوقية (58%) ، وهذا من شأنه إضعاف كفاءة السوق إذ أي تغير في أسعار هذه الشركات قد يؤدي إلى التأثير في مجرى السوق.

تعبر سرعة الدوران عن سهولة تحويل الأوراق المالية إلى سيولة، و تشير إلى قدرة السوق علي استيعاب عمليات كثيرة من البيع والشراء بأسعار مناسبة وغير متفاوتة علي أي ورقة مالية. وسيولة السوق هي من أهم صفات السوق الكفء.

كلما ارتفع هذا المؤشر كان محفزا للاستثمار في أوراق هذا السوق، بينما تعاني الأسواق المالية في كل من الجزائر، تونس، والمغرب من قلة السيولة نتيجة تباطؤ حركة التداول. بالمقابل يعاني السوق المالي الجزائري ركودا كبيرا من خلال عدد الشركات المدرجة على مستواه و من خلال قلة المبادلات إذ خلال فترة إحدى عشر سنة لم تصل قيمة معدل الدوران إلى 1.

فرغم المجهودات التي عرفتها الأسواق المالية المغاربية، وخاصة منها المغربية التي أصبحت تسير بمعايير دولية، إلا أن نموها محدود من حيث صغر حجمها و قلة سيولتها.

الفصل السادس
دور الأسواق المالية المغاربية
في تمويل الاقتصاد الوطني

يستقطب التمويل اهتمام العديد من الاقتصاديين لارتباطه الوثيق بالتنمية في شقيها الاقتصادي والاجتماعي. وبالرغم من تعدد أساليب التمويل المتاحة، إلا أن السبل الكفيلة بالاستخدام الأمثل لتلك الأساليب وجعلها مُكملة لبعضها البعض يشكل التحدي الأكبر لأي اقتصاد. وأدت العولمة الاقتصادية إلى تحولات عميقة في أغلب دول العالم من خلال تحرير اقتصادياتها، وبداية التخلي عن هيمنة القطاع العام وفتح المجال أمام القطاع الخاص عبر برامج الخصخصة والاستثمار الخارجي، مما جعل الأسواق المالية تتصدر اهتمام الساسة والاقتصاديين، وأصبحت بذلك تحتل مكانة أساسية في الوساطة المالية من خـــلال ما توفره من تعبئة للمدخرات ودورها في التخصيص الأمثل للموارد. هذا الهدف الذي تسعى إليه دول المغرب العربي على غرار العديد من البلدان و لاسيما النامية منها، لهذا فقد أصبحت اليوم تولي اهتماما أكبر بسوق الأوراق المالية لبلوغ غايتها المرجوة.
في هذا الصدد، سنحاول معرفة الدور الأساسي لهذا السوق في الحياة الاقتصادية من خلال:

- عمليات الخوصصة التي تمت عن طريق الأسواق المالية المغاربية
- مساهمة سوق الأوراق المالية المغاربي في تمويل الاستثمارات الخاصة
- مساهمة الاستثمار الأجنبي في الأسواق المالية المغاربية

لنختم الفصل بتفصيل المعوقات وسبل رفع كفاءة هذه الأسواق المالية و التحديات التي تواجهها.

المبحث الأول: دور الأسواق المالية المغاربية في خوصصة المؤسسات العمومية

يلعب السوق المالي دورا مهما في عملية إنجاح خوصصة الشركات، من خلال فتح رأسمالها الاجتماعي وتوفير الموارد المالية اللازمة في إطار إعادة هيكلتها، وتفعيلها حتى تتمكن من الاستمرار من حيث الأداء الاقتصادي.

عرفت اقتصاديات دول المغرب العربي في إطار الإصلاحات التي شهدتها مع بداية التسعينيات عمليات خوصصة مؤسساتها العمومية، التي عرفت عجوزات تمويلية، وحدث هذا تزامنا مع الإصلاحات التي شهدتها الأسواق المالية في كل من المغرب وتونس والنشأة لهذا السوق في الجزائر.

المطلب الأول: خوصصة المؤسسات الجزائرية عن طريق السوق المالي الجزائري

إن برنامج الخوصصة في الجزائر، هو نتيجة لمجموعة من العوامل الداخلية والخارجية، فالنتائج الضعيفة لأداء القطاع العمومي كانت قد بنيت عليه كامل الإستراتيجية الوطنية للتنمية الاقتصادية والاجتماعية، وأزمة المديونية الخارجية وشرطية برامج التعديل الهيكلي، كلها عوامل دفعت إلى تخلي الدولة أكثر عن النشاط الاقتصادي.

لم تعرف الخوصصة عن طريق البورصة في الجزائر إلا ثلاث شركات، وتزامن ذلك مع انطلاق بورصة الجزائر ووقفت عند ذلك التاريخ.

جدول رقم (59): المؤسسات التي تمت خوصصتها في الجزائر عن طريق البورصة

	فندق الأوراسي	صايدال	الرياض سطيف
مجال النشاط	السياحة	الكيمياء – الصيدلة	الصناعة الغذائية
تاريخ الدخول إلى البورصة	2000/01/20	1999/07/17	1999/07/17
رأس المال الاجتماعي(دج)	1500.000.000	2500.000.000	5.000.000.000
طبيعة العملية	عرض عمومي للبيع بالسعر الثابت	عرض عمومي للبيع بالسعر الثابت	الزيادة في رأس المال الاجتماعي
نسبة رأس المال الاجتماعي	20% من رأس المال الاجتماعي	20% من رأس المال الاجتماعي	20% رأس المال الاجتماعي بعد الزيادة
عدد الأسهم المباعة	1000.000	2000.000	1200.000
القيمة الاسمية للسهم (دج)	250	250	1000

المصدر : من إعداد الباحـــثة

رغم أن هذه العمليات تمت بنجاح، إلا أنه لم تسجل أية عمليات خوصصة عن طريق بورصة الجزائر منذ سنة 2000. كما كشفت هذه التجربة القصيرة عن مجموعة من الإختلالات، سواء بالنسبة للشركات المسعرة أو الحائزين الجدد على الأسهم.

نذكر من بين هذه الإختلالات ما يلي:

– سوء تنظيم المعاملات من طرف البورصة، خاصة من خلال إعداد شهادات الأسهم، الذي عرقل دور الشركات المسعرة نفسها في ضمان تسيير هذه المعاملات، فبعض المساهمين لم يستلموا شهادات

الأسهم الخاصة بهم إلا في سنة 2003.(1)

– فشل بورصة الجزائر ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، في توعية وإعلام الحائزين الجدد على الأسهم فيما يخص التنظيم العام للبورصة، مما أدى بالشركات المسعرة إلى القيام بنشر النصوص التنظيمية والمعلومات الأخرى، التي تهدف إلى توضيح الحقوق والواجبات الخاصة بكل طرف.

– عرقلة عمليات الدفع الخاصة بالتوزيعات التي تقوم بها البنوك، رغم وجود اتفاقيات في هذا الشأن بين البنوك والشركات المسعرة، إضافة إلى فرض عمولة تقدر بنسبة 12 % على كل عملية دفع، مما أدى بالشركات المسعرة إلى القيام بهذه العمليات بطريقة مباشرة.

كما ساهم غياب سوق ثانوي متطور، يتم على مستواه تداول الأوراق المالية بشكل كبير، في إحجام الجمهور عن الاستثمار في الأوراق المالية، وانعكست الوضعية المتدهورة التي عرفها السوق على انخفاض أسعار القيم المدرجة في البورصة.

أما شركة الرياض سطيف، فقد قامت بإجراء عرض عمومي للانسحاب من البورصة، وتم شطبها من التسعيرة الرسمية للبورصة بتاريخ 2006/12/06 ، ليقتصر عدد الشركات المدرجة في البورصة على شركتين فقط.(2)

المطلب الثاني: خوصصة المؤسسات المغربية عن طريق السوق المالي بالمغرب

تتم عملية الخوصصة من خلال التنازل عن الأوراق المالية للشركات العمومية في المغرب، عن طريق البورصة وفق الطرق التقليدية وهي:

– العرض العمومي للبيع بالسعر الأدنى؛

– العرض العمومي للبيع بالسعر الثابت.

يعتبر أسلوب العرض العمومي للبيع بالسعر الثابت صعبا، خاصة في بداية البرنامج، لما يتطلبه من تقييم دقيق للشركات وعرض أسهمها بسعر محدد مسبقا، وهو ما لا يتوفر في المغرب والدول النامية عموما، حيث تعاني من الضعف في مجالات المحاسبة والتقييم المتعلقة بالشركات، لهذا لجأ المغرب عند الشروع في تنفيذ برنامج الخوصصة سنة 1993 إلى أسلوب العرض العمومي للبيع بالسعر الأدنى، وترك السوق يحدد السعر النهائي.(3)

تم إتباع هذه الطريقة عند طرح أسهم شركات ذات أهمية كبيرة في الاقتصاد المغربي في إطار خوصصتها وهي: الشركة الوطنية للنقل (1993)، شركة إسمنت المغرب الشرقي (1993)، شركة تمويل الشراء بالسلف (1994)، الشركة الوطنية للاستثمار (1994)، البنك المغربي للتجارة الخارجية

---

1 - Sadi Nacer Eddine, « la privatisation des entreprises publiques en Algerie »,OPU ,2006p 325

2 - Strategica, revue mensuelle de business, n° 36, Octobre 2007,P16

3 ـــ بوعلامي ياسين، الخوصة و دور السوق المالية في تفعيلها،مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية،جامعة منتوري قسنطينة، 2010، ص 95

(1995)، شركة قرض التجهيز المنـــزلي (1995). حيث في جميع الحالات تم تحديد سعر أدنى للبيع من طرف لجنة التقييم، و لم تتم أية عملية بأقل من هذا السعر.

بعد النجاح الكبير الذي عرفته هذه العمليات، لجأت السلطات المغربية إلى أسلوب العرض العمومي للبيع بالسعر الثابت، ولأول مرة سنة 1996، عند طرح 30 % من أسهم الشركة المغربية للبترول والتكرير، التي حققت نجاحا كبيرا. بهذه المناسبة قامت وزارة الخوصصة بوضع نظام للتنازل عن السندات (سندات الدولة مقابل أسهم)، من خلال منح حاملي السندات إمكانية مبادلتها بأسهم الشركات المطروحة للخوصصة، وقد كان الهدف الرئيسي لهذا النظام هو تحسين العرض أمام الطلب المرتفع على أسهم الشركات المطروحة للخوصصة.

يوضح الجدول التالي عمليات الخوصصة التي تمت عن طريق البورصة، منذ بداية تنفيذ برنامج الخوصصة في سنة 1993.[1]

الجدول رقم (60): عمليات الخوصصة التي تمت عن طريق بورصة الدار البيضاء (1993–2007)

الوحدة: (مليون درهم)

السنة	الشركة	النشاط	رأس المال الاجتماعي (%)	سعر البيع
1993	CTM-LN	نقل المسافرين	40	94.3
1993	CIOR	صناعة الإسمنت	34	329.2
1994	SOFAC-credit	قروض الاستهلاك	18.37	40
1994	CTM-LN	نقل المسافرين	18.46	48.7
1994	SNI	إنعاش الاستثمار	15.63	361.1
1994	BMCE	بنك تجاري	14.01	455.3
1995	Credit-EQDOM	قروض الاستهلاك	18	72
1996	SAMIR	تكرير النفط	30	1504.8
1996	SONASID	صناعة الصلب	35	420.4
1996	FERTIMA	صناعة الأسمدة	30	120.1
1997	SMI	استخراج الفضة	20	130.3
2004[2]	IAM	اتصالات	14.9	8896
2006	IAM	اتصالات	0.1	98.6
2007	IAM	اتصالات	0.4	4571.3
المجموع				17142.1

Source : http : www.Finances.gov.ma

1 - Abdeladim Leila, « la privatisation d'entreprises publiques dans les pays du maghreb arabe », éditions internationales, Paris,1998 P 187

2- تم بيع جزء من الأسهم الخاصة بهذه العملية في بورصة أور ونكست باريس

أما الجدول التالي فيبين نسبة مداخيل الخوصصة عن طريق البورصة إلى إجمالي مداخيل الخوصصة خلال كل سنة:

جدول رقم (61): نسبة مداخيل الخوصصة عن طريق بورصة الدار البيضاء إلى إجمالي مداخيل الخوصصة في المغرب خلال الفترة 1993-2007

(الوحدة : مليون درهم)

السنة	مجموع المداخيل الخوصصة	مداخيل الخوصصة عن طريق البورصة	نسبة مداخيل الخوصصة عن طريق البورصة إلى إجمالي مداخيل الخوصصة
1993	2267.6	423.5	18.7
1994	3704.45	905.1	24.4
1995	1510.93	72	4.8
1996	2405.8	2045.3	85
1997	5923.5	130.3	2.2
1998	531.4	00	00
1999	269.6	00	00
2000	0.7	00	00
2001	23387.82	00	00
2002	77.6	00	00
2003	14181.1	00	00
2004	8896	8896	100
2005	13797.7	00	00
2006	4657.6	98.6	2.1
2007	6081.1	4571.3	75.2
المجموع	87692.9	17142.1	19.54

Source : http : www.Finances.gov.ma

يتبين لنا من خلال الجدولين أعلاه، أن عملية الخوصصة عن طريق البورصة في المغرب مرّت عبر ثلاث مراحل هي:

- المرحلة الأولى: 1993-1997، حيث قدّرت فيها مداخيل الخوصصة عن طريق البورصة 3576.2 مليون درهم أي، 22.6 % من إجمالي مداخيل الخوصصة للفترة.

يمكن إرجاع هذه النسبة إلى العمليات الأولى لخوصصة أكبر الشركات، التي عرفت نجاحا مميزا.

- **المرحلة الثانية**: 1998-2003 ، تمت عمليات الخوصصة بعيدا عن البورصة، مع تراجع برنامج الخوصصة بشكل عام.

- **المرحلة الثالثة**:2004-2007، قدّرت مداخيل الخوصصة عن طريق البورصة بـــ 13565.9 مليون درهم، أي ما يعادل 40.6 % من إجمالي مداخيل الخوصصة. يرجع هذا الارتفاع إلى عمليات الخوصصة التي تمت على شركة اتصالات المغرب وحدها خلال هذه الفترة.

المطلب الثالث: خوصصة المؤسسات التونسية عن طريق بورصة تونس

في بداية تنفيذ برنامج الخوصصة في تونس، وبالنسبة للعمليات التي تمت من خلال بورصة الأوراق المالية، تم استخدام أسلوب العرض العام للبيع بالسعر الأدنى، مثلما حدث في المغرب لأنه لا يتطلب عمليات تقييم كبيرة، وكان هذا الأسلوب يتم من خلال المناداة انطلاقا من سعر أدنى، حيث لا تؤخذ بعين الاعتبار سوى أوامر البورصة، التي تتضمن كل الأوراق المالية في كتلة الأسهم المعروضة للبيع.

تمت خوصصة شركة تونس للخشب سنة 1988 في البورصة، من خلال طريقة المزايدة على السعر الأدنى، حيث تم بيع 98 % من رأس المال وكل الأسهم تمكن من شرائها مقتنٍ واحد. وبنفس الطريقة تمت خوصصة كل من الشركتين شافوتو وناوري، حيث تم البيع لمشترٍ واحد.[1]

غير أن هذه الطريقة التي كانت تتعلق بكمية محدودة متضمنة كلها في أوامر الشراء، كانت تؤدي إلى تركز رأس المال في يد عدد قليل من المشترين، مما أدى بالسلطات التونسية إلى تعديل القانون 09-89 لسنة 1994، وقد سمح القانون الجديد باللجوء إلى طريقة العرض العمومي للبيع بالسعر الثابت، بهدف منع الاحتكار وتشجيع المساهمة العمومية التي همشت حتى هذه الفترة. وأول المؤسسات التي تمت خوصصتها بهذه الطريقة هي مؤسسة الصناعة الكيميائية للفلور، حيث تم بيع61.37 % من رأس المال الذي تملكه الدولة، وبعد نجاح هذه العملية تم بيع 20 % من أسهم شركة المعامل الآلية للساحل سنة 1994، وعرفت العملية نجاحا كبيرا، حيث بلغ عدد الطلبات 1553840 سهما مقابل 171123 سهما معروضا، مما شجع السلطات التونسية على مواصلة استخدام هذا الأسلوب.

عرفت سنة 1995 الخوصصة الجزئية للشركة التونسية للطيران، حيث تم بيع 15 % من رأسمالها من خلال بيع 900.000 سهم، و قد فاق الطلب العرض في هذه العملية 385 %، وأعطى إشارة جيّدة للسلطات على خوصصة المؤسسات العمومية الكبيرة جزئيا بطريقة العرض العمومي للبيع بالسعر الثابت.

نقدم الجدول التالي الذي يبين عمليات الخوصصة التي تمت من خلال بورصة تونس منذ سنة 1998:

---

1 - Abdeladim Leila, Op cit, P177

الجدول رقم (62): الشركات المخوصصة عن طريق بورصة تونس (1999–2002)

(الوحدة : ألف دينار تونسي)

الشركات	الترميز	الصيغة المعتمدة	السنة	المداخيل
الشركة الوطنية للمعدات الكهربائية	SIAME	عرض عمومي للبيع بالسعر الثابت	1999	2736
الشركة الوطنية للبلور	SOTUVER	عرض عمومي للبيع بالسعر الأدنى	1999	3311
المغازة العامة	Magasin General	عرض عمومي للبيع بالسعر الثابت مع زيادة في رأس المال بـــ 10 %	1999	2125
الشركة التونسية لأسواق الجملة	SOTUMAG	عرض عمومي للبيع بالسعر الثابت 35 %	1999	4725
			2000	4222
الشركة التونسية للصناعات الصيدلية	SIPHAT	عرض عمومي للبيع بالسعر الثابت 32.2 %	2001	6090
الشركة التونسية لصناعة الإطارات المطاطية	STIP	عرض عمومي للبيع بالسعر الثابت 10 %	2002	6159

المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على: http :www.Privatisation.gov.tn

يمكن القول أن حصيلة الخوصصة عن طريق السوق المالي في تونس ضعيفة مقارنة مع المغرب، حيث لم تشمل هذه الطريقة سوى 12 مؤسسة من مجموع 209 مؤسسة تمت خوصصتها بين سنوات 1987 و 2007، أي ما يمثل 5.74 % من مجموع المؤسسات العمومية المخوصصة، أما مداخيل هذه العمليات خلال الفترة نفسها فبلغت 178 مليون دينار تونسي، أي ما يمثل 3.12% من مجموع مداخيل الخوصصة التي بلغت 5700 دينار تونسي.[1]

1 - أنظر :

–المنصف عباس، تجربة تونس في الإصلاح الهيكلي و الخوصصة، بحوث الندوة الفكرية تحت عنوان "الإصلاحات الاقتصادية وسياسات الخوصصة في البلدان العربية "، المركز الوطني للدراسات و التحاليل الخاصة بالتخطيط، الجزائر، 1999،ص 344

-Mongi Mokadem, La privatisation est elle un moyen de promotion des investissements : cas de la Tunisie, site web http://www.codesria.org (04/05/2007)

المطلب الرابع: قراءة وتحليل

كان للإصلاحات التي شهدها السوق المالي في كل من المغرب وتونس، دورا في الإصلاحات الاقتصادية التي انتهجتها هذه البلدان، من خلال مساهمتها في خوصصة المؤسسات العمومية، رغم أن ذلك كان متواضعا في المغرب وضعيفا في تونس.

لقد تمكنت بورصة الدار البيضاء من تحصيل نسبة تقدر بحوالي 20 % من إجمالي المداخيل وخصت 10 شركات من إجمالي 72 شركة مخوصصة، أما حصيلة الخوصصة عن طريق بورصة تونس فقد قدرت بنسبة 3.13 % من مجموع مداخيل الخوصصة خلال نفس الفترة، وشملت 12 شركة من مجموع 209 شركة، رغم أن برنامج الخوصصة في تونس كان الأكثر طموحا في منطقة المغرب العربي.

إن تأثير حجم الشركات موضوع الخوصصة عن طريق السوق المالي على هذا الأخير، أكبر بكثير من تأثير عدد العمليات، خاصة من خلال تأثيره على رسملة البورصة وأحجام التداول، ففي تونس استبعدت الشركات الكبيرة من هذه التقنية (شركة الاتصالات، الكهرباء، الطاقة، الأسمنت ...) مما جعل عمليات الخوصصة لا تؤثر بشكل كبير على السوق المالي. أما في المغرب فقد أدرجت هذه الشركات منذ بداية العملية (خاصة شركة تكرير النفط)، أما شركة اتصالات المغرب التي خضعت للخوصصة منذ 2004 فقد رفعت لوحدها رسملة بورصة الدار البيضاء بنسبة 35 % في 2005.

يساهم السوق المالي في إنجاح عمليات الخوصصة ويتأثر بها، إلا أن استعمالها كتقنية في هذا الصدد يتطلب حدا أدنى من التطور على مستواه، يمكن من استيعاب الأسهم المطروحة، فقد عرفت جميع عمليات الخوصصة عن طريق بورصتي الدار البيضاء وتونس نجاحا كبيرا وإقبالا جماهيريا واسعا إلا أن تردد السلطات في الدولتين في تنفيذ المزيد من عمليات الخوصصة من خلال البورصة، يرجع لمحدودية السوقين، فرغم التطور الملموس على مستواهما مقارنة مع سنوات قبل الإصلاح، يبقى حجمهم ضيقا نظرا لعدد الشركات المقيدة.

إن نشأة السوق المالي في الجزائر كان ضروريا بعد الشروع في الإصلاحات الاقتصادية، إلا أنها عرفت انطلاقة صعبة أعاقت سير عملها بسبب الظروف الاقتصادية والسياسية التي شهدها البلد وغياب الثقافة البورصية لدى المتعاملين الاقتصاديين وجمهور المستثمرين، بسبب حداثة الفكرة لديهم وعدم وضوحها، بالإضافة إلى ضعف الوساطة المالية في الاستثمار في الأوراق المالية ونقص تخصصها لقد اقتصرت عمليات الخوصصة من خلالها على ثلاث عمليات جزئية خصّت ثلاث شركات الشيء الذي ساهم في إحجام شركات القطاع الخاص نفسها عن الإدراج على مستوى بورصة الجزائر، وجعل من السوق المالي في الجزائر هيكلا جامدا لا يلعب دوره في توفير التمويل اللازم طويل الأجل للمؤسسات.

المبحث الثاني : مساهمة سوق الأوراق المالية في تمويل الاستثمارات الخاصة

نتعرف من خلال هذا المبحث عن مدى مساهمة الأسواق المالية في كل من الجزائر، المغرب و تونس في تمويل الاستثمارات.

المطلب الأول: مساهمة السوق المالي في تمويل الاستثمارات في الجزائر

نبين ذلك من خلال إحصائيات حول هذه المساهمة.

الجدول رقم (63): تطور نسبة تمويل الاستثمار الخاص الجزائر

الوحدة: مليار دج

	2002-2000	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
الترفيع في رأس المال	----	----	----	----	----	----	----	----	1.44	----
القروض السندية	----	2.18	49.29	62.72	44.89	7.8	190	257	22	15
المجموع	----	2.18	49.29	62.72	44.89	7.8	190	257	23.44	15
FBCF	----	1085	1260	1664	1959	2419	3218	3851	3792	4770
نسبة تمويل الاستثمار الخاص	قـــيـــمـــة مهملة						5.9	6.6	قيمة مهملة	

المصدر: من إعداد الباحثة من خلال حساب إجمالي تكوين رأس المال الثابت كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي باستعمال معطيات:

– قاعدة بيانات البنك العالمي www.donneedbanquemondiale.org

– صندوق النقد العربي،نشرة الإحصاءات الاقتصادية للدول العربية، 2011.

–BULLETIN STATISTIQUE TRIMESTRIEL N° 16 , BANQUE CENTRALE D ALGERIE ,2011.

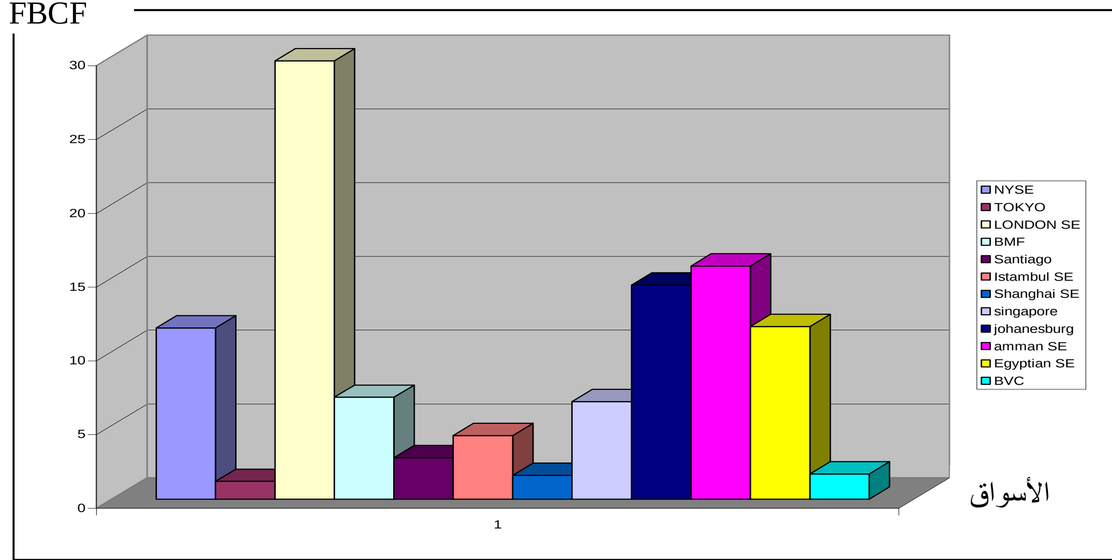
تميز سوق الإصدار الجزائري بعزوف الشركات عن التوجه إلى تمويل استثماراتها عن طريقه، مفضلة استخدام القروض البنكية، حيث نلاحظ الركود الذي شهده السوق منذ انطلاقه فيما يتعلق بإصدار الأسهم أو بإصدار السندات، باستثناء سنتي 2008 و 2009 اللتان عرفتا نشاطا فيما يتعلق بالسندات المصدرة من طرف الدولة، وما عدا ذلك فإن مساهمة السوق الأوراق المالية في تمويل الاستثمارات الوطنية الجزائرية، تعد مهملة إذ لا تتجوز نسبتها الـــ 1 %.

المطلب الثاني: مساهمة السوق المالي في تمويل الاستثمارات في المغرب

يتم تقييم مساهمة السوق المالي المغربي في تمويل الاقتصاد الوطني، من خلال دراسة نسبة: رفع رأس المال/إجمالي تكوين رأس المال الثابت (FBCF) .

تسمح هذه النسبة بقياس حصة الاستثمارات الممولة عن طريق بورصة الدار البيضاء.

الشكل البياني رقم (6): مقارنة FBCF[260] في المغرب مع الأسواق الأخرى (2008)



.Source : Profil économique et financier de la Bourse de Casablanca, 2010, P 15

يتضح من خلال البيان أعلاه وعند مقارنة هذه النسبة(1.7%) المحققة على مستوى بورصة الدار البيضاء، نجد أنها أقل بسبع مرات من تلك المحققة على مستوى السوق البورصي المصري (11.7%).

مقارنة بالساحات العالمية المتطورة (الولايات المتحدة) منها والناشئة (الأردن)، نجد أن نسبة رفع رأس المال/إجمالي تكوين رأس المال الثابت ببورصة المغرب تشكل أدنى المستويات.

يتجلى من خلال العيّنة المختارة للأسواق المالية العالمية لسنة 2008، تفوق النسبة على مستوى السوق البورصي بلندن، حيث تمثل 17 مرّة من تلك المسجلة على مستوى بورصة الدار البيضاء.

260- الأسواق في المفتاح من الأعلى إلى الأسفل تظهر بيانيا من الشمال إلى اليمين

الجدول رقم (64): تطور نسبة تمويل الاستثمار الخاص بالمغرب

الوحدة: مليار درهم

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
الترفيع في رأس المال	2.1	0.6	0.07	0.25	0.52	3.06	0.56	4.76	3.77	2.5	7.34	7.33
القروض السندية	3.3	5.2	7.83	7.25	11.56	9.16	10.1	21.7	48.9	41.67	63.8	68.4
المجموع	5.4	5.8	7.9	7.5	12.08	12.2	10.7	26.48	52.68	44.17	71.14	75.72
FBCF	84	91	112	120	133	149	162	192	227	226	234	240
نسبة تمويل الاستثمار الخاص	6.45	6.44	7.05	6.25	9.08	8.2	6.6	13.8	23.2	19.5	30.4	31.5

المصدر: من إعداد الباحثة من خلال المعطيات المتحصل عليها من:

- direction de la statistique, division du recensement economique et des enquetes aupres des etablissements, resultat de l enquete sur les investissemnts ,maroc,2004 p19
- Comptes de la Nation de base 1998, Royaume du Maroc, Haut Commissariat au Plan, 2006.
- Najat El Mekkaoui de Freitas, Cahiers de recherche EURIsCO, L'épargne des ménages au Maroc : Une analyse macroéconomique et microéconomique Cahier n°05 2008, p7.
- Aufait, quotidien des actifs urbains,loi de finance 2012, situation economique au maroc,du 8/2/2012.
- base de données de la banque mondiale http://data.albankaldawli.org/indicator/NE.GDI.FTOT.ZS
- Profil économique et financierde la cote de la bourse de Casablanca,2010,Direction des études économiques, Maroc,P15

يظهر من خلال الجدول أعلاه أن السوق المالي المغربي، رغم تواضعه، إلا أنه من سنة 2000 إلى سنة 2011 عرف تطورات إيجابية ثابتة، فيما يتعلق بإصدارات الأسهم أو السندات، مع بروز أهمية الإصدار السندي الذي تطور بشكل كبير (+1972%) مقارنة بإصدارات الأسهم (+249 %) خلال الفترة، مما أدى إلى اتساع وتزايد أهمية الدور الذي يلعبه سوق الأوراق المالية في تمويل الاستثمار الوطني المغربي، الذي انتقل من مساهمة بنسبة في حدود 6 % سنة 2000 إلى أن أصبحت هذه النسبة تتعدى 30 % في سنة 2011.

المطلب الثالث: مساهمة السوق المالي في تمويل الاستثمارات في تونس

نقدمها من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (65): تطور نسبة تمويل الاستثمارات في السوق المالي التونسي

الوحدة : مليون دينار

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
الترفيع في رأس المال	33	113	46	57	93	88	235	140	311	404	290	154
القروض السندية	154	297	233	125	111	100	228	254	374	656	615	180
المجموع	187	410	279	182	204	188	463	394	685	1060	905	334
FBCF	6923	7542	7607	7536	7914	8331	9065	11490	13001	14206	15387	14084
نسبة تمويل الاستثمار الخاص	2.7	5.4	3.6	2.4	2.5	2.25	5.1	3.4	5.2	7.4	5.8	2.3

SOURCE: élaboré par le chercheur à partir de
-statistiques de la banque centrale de tunisie
-differents rapports de cmf de la bourse de tunisie des annees du 2003 au 2008

إن تحديد درجة كفاءة الأسواق المالية، يرتبط بمدى قدرة الأسواق الأولية على استيعاب المدخرات وتوجيهها للاستثمارات المنتجة، وتؤثر الإصدارات الجديدة في الأسواق الأولية على نمو الاستثمارات بشكل مباشر، ويسمح تتبع نشاط السوق الأولي في بلدان الدراسة بتحديد الدور الذي تلعبه تلك الأسواق في نمو الاستثمارات.[1]

يشهد سوق الإصدار التونسي تطورا ملحوظا خاصة سوق السندات، الذي عرف تطورا خلال الفترة (2000-2009) بنسبة 466 %، غير أن هذا التطور يبقى متواضعا حتى يتسنى للسوق الأولي أن يلعب دورا مهما في تمويل الاستثمار. إن المتتبع لمساهمة السوق الأولي التونسي بقسميها الأسهم والسندات في تمويل الاستثمارات، يلاحظ أنها في ارتفاع منذ سنة 2000 إلى غاية سنة 2009 بنسبة 325 % فيما يتعلق بالسندات و 1124 % فيما يتعلق بالأسهم، وقد كان لإصدارات السندات الدور

1 - Ali A. Bolbol, Mohammed M. Omran, "Arab Stock Markets and Capital Investment", **AMF**, Economic Papers, Number 8, Abu Dhabi, February 2004, p.4. Web Site: www.amf.ae.org

البارز في هذا الارتفاع، كما يوضحه الجدول أعلاه، حيث ارتفعت مساهمة السوق المالي في تمويل الاستثمارات الإجمالية الوطنية من 2.7% سنة 2000 إلى 7.4% سنة 2009، لتشهد انخفاضا متتاليا خلال سنتي 2010 و2011 نتيجة لانخفاض إصدارات السوق من الأسهم بنسبة 62 %، وانخفاض في إصدار السندات بنسبة 72 %، مما أدى إلى تراجع مساهمة سوق الأوراق المالية على العموم من حيث المساهمة في تمويل الاستثمارات الإجمالية الوطنية التونسية بنسبة 63 %.

هذا راجع إلى الأزمة المالية العالمية 2009، لتليها الظروف الاستثنائية التي عرفتها تونس ابتداء من سنة 2010.

المطلب الرابع: قراءة وتحليل

على الرغم من الجهود المبذولة من قبل دول المغرب العربي في تنشيط أسواقها المالية، إلا أن مساهمتها في تمويل الاستثمارات تبقى محدودة للغاية، مقارنة بالأوضاع في الأسواق المتقدمة أو الأسواق الناشئة الأخرى، ويتجلى ذلك في سوق الإصدار الذي لم يرق إلى تطلعات السلطات والمستثمرين على حد سواء.

نجد السوق المالي المغربي في المرتبة الأولى من حيث الدور الذي يلعبه في تمويل الاستثمارات الوطنية، الذي يساهم بنسبة في حدود 30 %، ويليه السوق المالي التونسي الذي شهد هو أيضا تطورا خلال فترة الدراسة، بحيث وصلت مساهمته في حدود 7 % سنة 2009، غير أنه عرف تراجعا كبيرا خلال السنتين 2010 و 2011 نتيجة لتأثر سوق الإصدار بالأزمة المالية وبالأحداث السياسية التي عرفتها تونس.

بينما نجد الركود الذي شهده سوق الأوراق المالية الجزائري، قد حال دون إمكانية السوق في لعب الدور الذي كنّا نأمل أن يقوم به خلال الفترة، ويرجع ذلك بالدرجة الأولى إلى قلة أو شبه انعدام الإصدارات خلال كل الفترة محل الدراسة.

المبحث الثالث: مساهمة الاستثمار الأجنبي في الأسواق المالية المغاربية

تعمل الدول النامية جاهدة على تحرير سياستها الاقتصادية الوطنية، من أجل جذب الاستثمارات الأجنبية نتيجة لافتقارها للتكنولوجيا الحديثة والتقنيات العالية، من خلال الدور الذي يلعبه الاستثمار الأجنبي في التعجيل بالنمو والتحول الاقتصادي ونقل التكنولوجيا الحديثة، عن طريق توفير مناخ استثماري مناسب، وهذا بتقديم حوافز وإعفاءات وضمانات للمستثمرين وتوفير كل الظروف المساعدة المرتبطة بإقامة المشروع الاستثماري، وتسهيل الآليات التي يتعامل في إطارها المستثمر الأجنبي، كما تعمل على تهيئة الأطر القانونية لسير وإنجاح هذا الاستثمار، إذ يحدث هذا على المدى القصير والمتوسط، أما على المدى البعيد يحدث تدفق عكسي لرؤوس الأموال من هذه البلدان التي تستقبل هذه الاستثمارات وبالتالي تؤثر على النمو.

تعطي كل هذه العوامل راحة وثقة أكثر للمتعاملين الأجانب، من أجل استثمار أموالهم في مناطق تقل فيها درجة المخاطرة، سواء الاقتصادية أو السياسية، وتزيد فيها فرص الربح والنمو.

لذلك أصبح تدفق الاستثمار الأجنبي ظاهرة عالمية، حيث أصبحت الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، تتنافس للحصول على أكبر نصيب من هذا التدفق.

يمكن أن يجذب نشاط أسواق الأوراق المالية قدرا أكبر من الاستثمارات الأجنبية، من خلال وسيلتين:

- بشكل مباشر من خلال مزيد من الاستثمارات القائمة على توظيف الأسهم؛
- بشكل غير مباشر من خلال استثمارات جديدة تحفزها التوقعات الجيّدة بالنسبة للأداء الاقتصادي المستند على ارتفاع أسعار الأسهم.

غير أننا نلاحظ، وكما تم إبرازه سابقا، أن بورصات المغرب العربي تعاني العديد من المعوقات أهمها ضآلة الحجم النسبي لأسواق الأوراق المالية، تدني مقدرة أسواق الأوراق المالية هذه على تحقيق السيولة، ضعف الفرص المتاحة للتنويع.[1]

---

1 ــ الاستثمار الأجنبي في الدول العربية: الواقع و الطموحات، مجلة شؤون اجتماعية، العدد 92، الإمارات العربية المتحدة، 2006 ص7

المطلب الأول: الاستثمار الأجنبي في بورصة الجزائر

تتشابه سوق الأسهم في الجزائر، منذ فترة طويلة، مع اقتصاد البلاد من حيث كثرة القيود التنظيمية وضعف القدرات التنافسية وتراجع الأداء بالنسبة للإمكانات، لذلك فإن الخطط الجزائرية للسماح بدخول الأموال الأجنبية إلى السوق، قد تكون خطوة باتجاه تغيير اقتصادي واسع النطاق.

لا يزال أمر إمكانية السماح للأجانب غير المقيمين، بشراء الأسهم المصدرة من طرف الشركات الجزائرية المطروحة في البورصة إطارا للمناقشة.

حيث نجد أنه رغم وجود تشريع بنك الجزائر، الذي ينص بالسماح كمبدأ للاستثمار الأجنبي في القيم المنقولة، إلا أننا نصطدم بالواقع الذي لا يمكن فيه للأجانب الاكتتاب في أسهم الشركات الجزائرية المتداولة على مستوى البورصة.

في هذا الإطار تقوم وزارة الصناعة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وترقية الاستثمار، بدراسة إمكانية السماح لأجانب غير مقيمين بإعادة شراء أسهم أصدرتها مؤسسات جزائرية في البورصة.

على الرغم من وجود تشريع للبنك الجزائري، من المفروض أن يسمح بالاستثمار الأجنبي في القيم المنقولة، فإنه لا يمكن للأجانب اقتناء أسهم لمؤسسات جزائرية في البورصة لأسباب مجهولة.

ينص التنظيم 2000-04 لـــ 2 أفريل 2000 المتعلق بحركة رؤوس الأموال في إطار استثمارات المحافظ لغير المقيمين، بأن دخول العملة الصعبة القابلة للتحويل من أجل شراء قيم منقولة (أسهم والسندات وغيرها من القيم المسعرة في بورصة الجزائر)، من قبل غير المقيمين، تتم بحرية عن طريق البنوك، المؤسسات المالية والوسطاء المعتمدين.

إلا أنه وإلى حد الآن، لم تفصل الوزارة بشأن إمكانية اعتماد هذا الخيار، الذي شكّل محور نقاش طويل ضمن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

إن خيار السماح للأجانب غير المقيمين بالاستثمار في البورصة، قد تم تقديمه في إطار إصلاح السوق المالي الذي باشرته السلطات العمومية بغرض تنشيط فرع تمويل الاقتصاد الذي لا يزال متعثرا.

يعتمد تمويل الاقتصاد الجزائري في الوقت الراهن، أساسا على البنوك وميزانية الدولة واللجوء إلى موجودات صندوق ضبط الموارد، بينما نجد المحور الآخر لإصلاح السوق المالي الذي بحثته الوزارة يتمثل في التنازل للجمهور العريض عن حق الأولوية، الذي يعود للدولة في حالة التنازل في البورصة عن مساهمات المساهمين الأجانب.[1]

---

[1] ــجريدة النصر: يومية اخبارية وطنية "نحو فتح الاستثمار في بورصة الجزائر أمام المستثمرين غير المقيمين 17 جويلية 2012 ،العدد:13909

لا يزال الاقتراح الذي سبق تقديمه في 2011 في إطار تقديم أولى نتائج إصلاح السوق المالي من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، محور نقاش في الوسط المالي، لكن الكلمة الأخيرة تعود للوزارة باعتبارها الدائرة المكلفة بالاستثمار الأجنبي للموافقة أو الرفض. وكانت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة قد أشارت في سنة 2011 إلى العديد من الطلبات الخاصة بفتح رأسمال المؤسسات الأجنبية عن طريق البورصة، لكنها بقيت دون رد بسبب هذا الحق الذي يمنح الدولة الأولوية في عملية إعادة الشراء، ويتعين على هذه المؤسسات أن تنتظر عدة أشهر قبل الدخول في البورصة في حال ما إذا قررت الدولة التخلي عن حقها في إعادة الشراء، للإشارة قدّم اقتراح إلغاء ممارسة هذا الحق في هذه الحالة بالتحديد من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، لكونه كفيل بإفساح المجال أمام دخول عديد من المؤسسات الأجنبية في البورصة، حيث أنه إن كانت الحكومة قد قامت بإرساء هذا الحق سنة 2009 كرد على إعادة بيع في السرية التامة مصانع اسمنت أوراسكوم للبناء، إلى الفرنسي "لافارج"، فإن تعميمه على كل عمليات التنازل عن المساهمات الأجنبية يبدو في الوقت الراهن أمر غير معقول.[1]

حسب تصريحات [2] المدير العام لبورصة الجزائر، سيتم فتح أبوا ب الاستثمار الأجنبي بقيود مشددة حيث تعد الجزائر قوانين جديدة تسمح للأجانب بشراء أسهم في الشركات المدرجة في سوق الأسهم بشروط الشراكة مع الجزائريين.

إن الجزائر ستسمح للمرة الأولى للأجانب بشراء أسهم في الشركات المدرجة، إلا أنهم لن يتمكنوا من ذلك إلا بشراكة مع مستثمرين جزائريين. كما ذكر أن الحكومة أقرّت قانونا جديدا للبورصة جرى إعداده بمساعدة خبراء دوليين.

إن هذه الإصلاحات من المنتظر أن تجمع بين كل الأطراف المهتمة بالسوق المالي الوطني، لاسيما المستثمرين الأجانب، وتدرك البورصة أهمية هؤلاء المستثمرين، ومستعدة لبحث كل المقترحات والتوصيات والإجراءات الملائمة للسماح لهم بالعمل بنشاط داخل سوق الأسهم المحلية، مع مراعاة ألا تسبب أنشطتهم ضررا للسوق.

إن البورصة ستبذل قصارى جهدها لتحسين شروط مشاركة المستثمرين الأجانب، إلا أنه لم يتم تحديد متى سيدخل القانون الجديد حيّز التنفيذ، و لم يخض في تفاصيل القواعد التي ستغطي عمل المستثمرين الأجانب، لكن بالنسبة للاقتصاد الجزائري الذي تهيمن عليه صناعة النفط والقطاع العام الضخم، الذي حال دون وجود استثمارات خاصة جديدة، قد يكون فتح سوق الأسهم تغييرا مهما.

1- Le financier : le quotidien de l’economie et de l information, La bourse d’alger ouverte aux etrangers 17/07/2012

2- السيد فرفارة المسؤول السابق في البنك المركزي والذي يتولى منصب المدير العام لبورصة الجزائر

وتعثر نمو سوق الأسهم الذي أنشأ في أواخر التسعينات بسبب تدفق أموال طائلة على القطاع العام. وليس في السوق إلا عدد قليل من الأوراق المالية المدرجة وحجم التداول يساوي جزءا بسيطا من النشاط في بورصتي المغرب وتونس المجاورتين.

إن الجزائر تريد تنشيط سوق الأسهم، إذ أنها لا تلعب حاليا دورا كافيا في تمويل الاقتصاد فالقيمة السوقية للشركات المتداولة أسهمها في البورصة تشكل 0.2 % من الناتج المحلي الإجمالي وتتراوح النسبة في العديد من الأسواق الناشئة بين 10% و50 %.

إن المستثمرين الأجانب سيجدون فرصا كبيرة في الجزائر، نظرا لغناها بموارد الطاقة، إذ أنها أكبر مصدر للغاز الطبيعي إلى أوروبا، لكنه أضاف أن الأجانب يحتاجون مناخا تنظيميا أكثر تيسيرا ليضخوا أموالهم، كما أن السوق الجزائري ما يزال بكرا، لكن يجب أن تقدم الجزائر ضمانات ومزيدا من الحوافز للأجانب.

قد لا تجذب إصلاحات البورصة المستثمرين المحليين، إذا لم تترك للشركات مجالا أوسع للاستثمار واغتنام الفرص، فالشركات الوطنية ليست مستعدة للمعاونة في دعم البورصة بسبب غياب حرية التصرف في القطاع العام. وأوضح أن البنوك الحكومية على سبيل المثال مازالت عاجزة عن أخذ خطوات بدون الحصول على ضوء أخضر من المسئولين الحكوميين.

ينبغي على الجزائر أن تسمح بالمبادرات الحرة داخل القطاع العام، إذا كانت تأمل حقا في تطوير الأوضاع في البورصة.

بالإضافة إلى الروتين الحكومي، فإن مما يصد المستثمرين الأجانب في الجزائر، النظام الاستثماري الذي يحدد سقفا لحصة الأجانب في المشروعات عند 49 % بينما يمتلك الشركاء الجزائريون النسبة المتبقية.

لكن فرفارة يعتقد أن سوق الأسهم قد تكون وسيلة للمستثمرين الأجانب لتفادي هذا السقف.

كما أوضح أن الأمور مختلفة في سوق الأسهم، إذ سيكون مسموحا للمستثمرين الأجانب بشراء الأسهم، وسيتمكنون من إنشاء شركات من خلال اكتتابات عامة، وهذا يعني أن الشريك الجزائري سيتألف من العديد من المساهمين.

وأضاف أن العدد الكبير من المساهمين الجزائريين، قد يسمحون للطرف الأجنبي بكسب السيطرة على إدارة الشركة، لأنه سيكون من الصعب أن يتحدث كل المساهمون الجزائريون بصوت واحد في اجتماعات مجلس الإدارة.

وحسبه إن تنشيط سوق الأسهم قد يدعم الاقتصاد، من خلال إتاحة مصدر تمويل جديد للشركات.

تعتمد ميزانية الجزائر بشدة على إيرادات مبيعات النفط والغاز، التي تشكل نحو 96 % من الصادرات، وتعتمد معظم الشركات على البنوك الحكومية لتمويل المشروعات.

وأضاف أيضا أن الهدف هو تقوية رأس المال المساهم به في الشركات، وتعزيز ملاءمتها وأهليتها للتمويل، من خلال النظام المصرفي، كما أن البنوك ستطور مصادر جديدة للإيرادات.

يعتقد بعض المحللين أن الحكومة قد تكون مستعدة لفتح سوق الأسهم لتفادي إصلاحات اقتصادية واسعة النطاق.

إن النظام المصرفي المتصلب، قد يحتاج إلى سنوات للموافقة على قرض بسيط لشركة ما، وتريد الحكومة إتاحة قنوات أفضل للشركات للحصول على التمويل، حتى تستطيع التحول إلى رموز وطنية وتحل محل الشركات الأجنبية في قطاعات مثل البنية التحتية والإنشاءات.

لكن فرفارة يعتقد أن تطوير سوق الأسهم، قد يكون له أثر أعمق على الاقتصاد عن طريق التشجيع على تأسيس المشروعات والمخاطرة بطريقة صحية، وقال إن البورصة تسعى لنشر ثقافة تداول الأسهم داخل المجتمع الجزائري.[1]

المطلب الثاني: الاستثمار الأجنبي في بورصة دار البيضاء

على غرار السياسة المغربية في التنمية الاقتصادية ككل، التي تعتمد بشكل كبير على المداخيل المتأتية من الخارج، نجد أن المسئولين المغاربة مهتمون وحريصون على جلب الاستثمار الأجنبي لتعزيز تطوير السوق المالي.

لذلك نجد أن السلطات تقدم تسهيلات فيما يخص الاستثمار الأجنبي، بحيث ليس هناك أي شرط للأجانب فيما يتعلق بالاستثمار في رأس مال الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء.

يمكن للمستثمر الأجنبي أن يفتح حسابا بنكيا بعملة أجنبية، وأن يتصرف كما يشاء من أجل عملياته في المغرب. كما أن هناك ضمانة تامة فيما يخص تحويل رؤوس الأموال الأجنبية المستثمرة في المغرب نحو الخارج، ونفس الشيء فيما يخص الأرباح وفائض القيمة.

يعد المغرب من بين المستفيدين الأوائل من الربيع العربي، بوضعه برامج قوية لجذب المستثمرين خاصة بعد تحقيق الإصلاحات الهائلة التي تستهدف تحديث الاقتصاد، وقد استغل الاضطرابات الخارجية عبر تبني دستورا محفزا للاستقرار الذي بدأ يؤتي ثماره بالفعل.

---

1 ـــ انظر : حميد ولد أحمد، البورصة الجزائرية تفتح أبوابها للمستثمرين الأجانب بقيود خانقة، ميدل ايست أون لاين:
http://www.middle-east-online.com/?id=127532 2012/03/ 15

الجدول رقم (66): المساهمة الأجنبية في الرسملة السوقية لبورصة الدار البيضاء للفترة (2002-2011)

(الوحدة : مليون درهم)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
مجموع الرسملة السوقية	206517	252326	417092	586328	531749	508893	579020	516222
الرسملة السوقية الأجنبية	61357	89894	124120	149073	146652	145136	167463	147727
% أجانب	29.7	35.6	29.7	25.4	28	28.5	28.9	28.6

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على :

- rapport d'evaluation octobre 2009,banque africaine de developpement, p33.
- tableau de bord des indicateurs macro-economiques, direction des etudes et des previsions financieres,ministere de l'economie et des finances, mai 2011,p12

وافق تطور المساهمة الأجنبية ببورصة الدار البيضاء، تطور الرسملة البورصية بها، إذ يمكن لنا ملاحظة نمو الرسملة السوقية الأجنبية من سنة إلى أخرى (باستثناء التراجع الطفيف الحاصل في سنة 2008 عقب الأزمة المالية العلمية وكذلك سنة 2011). بينما تتميز الحصة الأجنبية من الرسملة البورصية المعبر عنه كنسبة، بالثبات وفي المتوسط تقدر بـــ 29.3 %.

الفرع الأول: تطور مساهمة الأجانب في الرسملة البورصية المغربية: نبرز ذلك من خلال المراحل التالية:

<u>المرحلة 2004-2006</u> :

شهد الاستثمار الأجنبي في بورصة الدار البيضاء ارتفاعا سنة 2006 بنسبة 46.5 % مقارنة بسنة 2005، ويرجع هذا أساسا إلى التطور الإجمالي للبورصة (+22.18%) من جهة وللمساهمات الجديدة الأجنبية لـــ Arcelor France في رأسمال Sonasid ، ومساهمة صندوق الادخار في رأسمال CIH عن طريق الهولدينغ المغربي.

كما شهدت النسبة للرسملة الأجنبية لسنة 2006 عودتها إلى مستواها في سنة 2004 عند 29.7 %، مقابل 35.6 % سنة 2005، ويرجع هذا التراجع إلى النمو السلبي الذي عرفته السوق إجمالا.

يبين التحليل لجنسيات المستثمرين لهذه الفترة سيطرة وبنسبة 77% للمستثمرين الفرنسيين الذين يحوزون على نسبة 22 % من الرسملة البورصية، بينما مساهمة المغاربة المقيمين بالخارج فهي في المتوسط 3.6 %.

المرحلة 2007– 2008 :

بلغت استثمارات الأجانب في الأسهم المدرجة ببورصة الدار البيضاء في سنة 2008 قيمة 146.6 مليار درهم، مقابل 149 مليار درهم، بانخفاض طفيف يقدر بـــ 1.6 %. لا يعود هذا التراجع إلى انسحاب المستثمرين الأجانب من بورصة المغرب، بل يجد تفسيره في الانخفاض الذي ميّز الأداء السنوي للسوق المالي في سنة 2008 ، الذي وصل إلى 13.48 %، الشيء الذي انعكس سلبا على قيمة المحفظة التي يحوزها الأجانب .

غير أن تراجع استثمارات الأجانب، لم ينل من حصتهم في رسملة البورصة، حيث انتقلت من 25.4 % سنة 2007 إلى 27.5 % في سنة 2008، وهو ما يفسر الأداء الجيد للمحفظة التي يحوزها الأجانب والمغاربة المقيمون بالخارج، مقارنة بأداء بورصة الدار البيضاء، يعود ذلك لسهم اتصالات المغرب الذي يشكل نصف تلك المحفظة، الذي ارتفع بـــ5.7 % في ظل تراجع أداء البورصة. في نفس الوقت يرجع ارتفاع حصة الاستثمار الأجنبي، إلى الاستثمارات الإضافية التي أنجزها الأجانب في بورصة الدار البيضاء.

يشير تحليل توزيع المستثمرين في الأسهم المدرجة بالبورصة، حسب جنسياهم، إلى حضور قوي للمستثمرين من الفرنسيين والمغاربة المقيمين بالخارج ، الذين يمثلون على التوالي 71.5 % و 14.5 % من مجموع المستثمرين الأجانب، بينما يأتي المستثمرون الأمريكيون بنسبة4.1 %، غير أن 95.5 % من هؤلاء المستثمرين، هم أشخاص معنويون غير مقيمين بالمغرب، والذين وصلت استثماراهم في الأسهم المدرجة إلى 144.2 مليار درهم سنة 2008.

يفضي تحليل بنية الاستثمارات الخارجية حسب جنسية منجزيها، إلى هيمنة الأشخاص المعنويين من جنسية فرنسية، الذين يحوزون 108.7 مليار درهم، حيث ارتفعت استثماراهم من 74.2% في 2007 إلى 75.4 % سنة 2008، بينما تراجعت استثمارات نظرائهم الأسبان من 9 في المائة إلى 7.7% حيث إن ارتفاع حصة الفرنسيين تعود إلى رفع حصة القرض الصناعي والتجاري في رأسمال البنك المغربي للتجارة الخارجية، ويبدو أن استثمارات الأمريكيين والبريطانيين، رغم ضعفها مقارنة باستثمارات الفرنسيين، قد ارتفعت بشكل ملحوظ مقارنة بـــ 2007، وهو التطور الذي يجد تفسيره في مساهمة المستثمر الأمريكي « ستاندار أفريكا إكويتي فاند» في رأسمال « آش بي إس» ب 28.5 مليون درهم واستثمارات عدد من بنوك الأعمال الأمريكية والبريطانية لفائدة زبنائها.

المرحلة 2009– 2011:

يتبين أن نسبة الأجانب في الرسملة البورصية قد عرفت استقرارا خلال الأربع سنوات السابقة (2008– 20011) والتي تدور حول 28 % – 29 %. وتعبيرا عنها بالقيمة، فقد انتقلت قيمة الاستثمارات الأجنبية المتداولة في معاملات البورصة، من 145.1 مليار درهم في 2009 إلى 167.5

مليار درهم سنة 2010، مسجلة بذلك ارتفاعا نسبته 15 %، يرجع هذا التطور أساسا إلى ارتفاع أسعار الأسهم التي تشكل غالبية الاستثمار الأجنبي، مثل اتصالات المغرب، "ولافا رج للإسمنت، أو إسمنت المغرب، كذلك نتيجة للأداء الجيّد لبورصة الدار البيضاء، أين سجل **المازي** ارتفاعا بنسبة 21.17 % و **المادكس** 22.10 %.

بينما انخفضت قيمة المساهمة الأجنبية في الرسملة البورصية سنة 2011 عنها سنة 2010 بـــ 11.7 %. يفسّر هذا التراجع أساسا بانخفاض تسعيرات أهم القيم المشكلة لغالبية الاستثمار الأجنبي في المغرب؛ حيث لو استمرت أسعار 2010 ثابتة لقدرت الرسملة الأجنبية ما قيمته 169.2 مليار درهم.

إن حصة الأشخاص المعنوية الفرنسية، التي عرفت انخفاضا بالمقارنة مع سنة 2009، تقدمت الاستثمار الأجنبي في سنة 2010 بما نسبته 77,8 % و 77.7% في سنة 2011. في المقابل استمرت حصة الأشخاص المعنوية الاسبانية غير المقيمة في الانخفاض حيث انتقلت من نسبة 4.4 % في المائة سنة 2009 إلى 3.9 % سنة 2010 . أما حصة الأشخاص المعنوية البريطانية والأمريكية, وعلى الرغم من أنها تبقى ضعيفة بالمقارنة مع الأشخاص المعنوية الفرنسية، فإنها عرفت تقدما ملموسا من 6,7 مليار درهم سنة 2009 إلى 9.1 مليار درهم في 2010.

بينما تبلغ مساهمة المغاربة المقيمين بالخارج في تحديد الرسملة البورصية الأجنبية بـــ 3 % سنة 2011 مقابل 2.8 % سنة 2010.

في تحليل لتوزيع الاستثمارات الأجنبية في البورصة، نسجل أنه من أصل 5075 مستثمر الذين تم إحصاؤهم سنة 2011 ، يأتي المستثمرون الأوروبيون في المقدمة بحصة 88 % من مجموع الاستثمارات الأجنبية من حيث الحجم، يليهم مستثمرون من الشرق الأوسط وإفريقيا بنسبة 4.44 %.

كما يمكن تسجيل التقدم الملحوظ الذي حققته الاستثمارات من أمريكا الشمالية، التي انتقلت من نسبة 0.31 % من رسملة البورصة في سنة 2009 إلى 0.86 % سنة 2010. وعلى مستوى حجم الاستثمارات الأجنبية، يعكس هذا التقدم انتقالا من نسبة 1.07 % في سنة 2008 إلى سنة 2.97 % سنة 2010.

الجدول رقم (67) الانتماء الجغرافي للمستثمرين في بورصة دار البيضاء

الانتماء الجغرافي	2009		2010		2011	
	الحصة في الرسملة(%)	الحصة في الاستثمار الأجنبي(%)	الحصة في الرسملة(%)	الحصة في الاستثمار الأجنبي(%)	الحصة في الرسملة(%)	الحصة في الاستثمار الأجنبي(%)
أوروبا	26.17	92.34	26.73	92.41	25.19	88.02
الشرق الأوسط	1.07	3.78	1.21	4.2	1.27	4.44
أمريكا الشمالية	0.61	2.15	0.86	2.97	0.81	2.82
إفريقيا	0.41	1.45	0.10	0.34	1.27	4.44
آسيا وأمريكا الجنوبية	0.08	0.28	0.02	0.08	0.08	0.28
المجموع	28.3	100	28.92	100	28.62	100

Source : CDVM, Investissement étranger à la bourse de Casablanca, 2011, P10

فيما يتعلق بالاستثمار الأجنبي على مستوى بورصة الدار البيضاء، التي بدأت تشهد "نزعة جديدة" تتمثل في تغير "خارطة الجنسيات" التي تمتلك نسبا من رساميل الشركات المدرجة بها، حيث أن مساهمة أو امتلاك الشركات البريطانية والأمريكية لحصص شركات ببورصة البيضاء سجّل ارتفاعا لافتا، إذ انتقلت من 6.7 مليار درهم سنة 2009 إلى 9.1 مليار درهم سنة 2010، وهو ما يمثل نسبة 36 % من حجم تطور هذه الاستثمارات.

لكن لا بد من إبراز أن الاستثمارات الأمريكية والبريطانية في بورصة الدار البيضاء "تظل أدنى" من نظيرتها الفرنسية، التي تفوق استثماراتها 130 مليار درهم.

الفرع الثاني: أهم الأنشطة التي تستقطب الاستثمار الأجنبي في بورصة المغرب: تتركز أنشطة المستثمرين الأجانب ببورصة الدار البيضاء في سنة 2011 أساسا حول إحدى عشر(11) قطاعا رئيسا، ويأتي في مقدمتها قطاع التجهيزات الإلكترونية والكهربائية (نيكسان المغرب 84%)، وفي الرتبة الثانية قطاع الاتصالات السلكية (اتصالات المغرب 57%) وفي المرتبة الثالثة خدمات الجماعات (ليدك 52 %)، ثم قطاع البناء ومواد البناء (49%)، ثم البترول والغاز (41 %)، ثم الترفيه والفندقة (34 %)، قطاع الصيدلة (32%)، الهندسة وأمتعة التجهيزات الصناعية (27%)، البنوك (20%)، النقل (20%) الفلاحة الغذائية والإنتاج (17 %)، باقي القطاعات 3 %.

تتفاوت الاستثمارات الأجنبية بهذه القطاعات حسب كل قطاع على حده، إذ تتراوح بين 10% و80 %، مؤكدا أن حجم الاستثمارات الأجنبية في سوق المال والأعمال ببورصة الدار البيضاء سجل نموا نسبته 15 % خلال سنة 2010 حسب ما يظهره الجدول التالي:

الجدول رقم (68): حصص مساهمات الأجانب في الشركات المسعرة في بورصة الدار البيضاء

	عدد الشركات المستثمرة			الحيازة الأجنبية في الشركات المسعرة معدل نسبة		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
أقل من 25%	59	57	59	3.2	5.2	2.8
25%-50%	6	6	6	33.5	34.2	34.2
50%-75%	8	9	9	63	57.8	63.6
أكثر من 75%	3	2	4	81.3	83.8	84.5
المجموع	76	74	78			

Source : CDVM, Investissement étranger à la bourse de Casablanca, 2011, P8

نلاحظ أن الاستثمار الأجنبي سجّل لمجموع البورصات العربية خلال العام 2011 صافي تدفق سالب (صافي بيع)، حيث تجاوزت مبيعات الأجانب بمن فيهم العرب، مشترياتهم في هذه البورصات. وقد بلغ إجمالي مشتريات الأجانب في البورصات العربية خلال هذا العام 31.801 مليار دولار، أي ما نسبته 8.1 % من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة، في حين بلغت مبيعاتهم 33.745 مليار دولار، أي ما نسبته 8.6 % من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة، لتكون بذلك حصيلة الاستثمار الأجنبي لمجموع البورصات العربية صافي بيع بقيمة 1.934 مليار دولار عن العام 2011.

بينما الاستثمار الأجنبي صافي بيع لدى كل من سوق مسقط للأوراق المالية والسوق المالي السعودي والبورصة المصرية وبورصة تونس وسوق الكويت للأوراق المالية وبورصة قطر، سجّل صافي شراء وإن كان بنسب طفيفة لدى بورصة الدار البيضاء.

المطلب الثالث: الاستثمار الأجنبي في بورصة تونس

يعتبر الاستثمار الدولي أحد أهم الخيارات التي تعتمد عليها الحكومة التونسية في دفع الاقتصـــاد الوطني، ومن أجل ذلك فقد تبنت الحكومة التونسية سياسة الانفتاح الاقتصادي على الخارج وسمحت بتدخل المستثمر الأجنبي في سوق أوراقها المالية كمصدر من مصادر التمويل الخارجي الذي لا يترتب عليه مديونية للشركات المحلية التي تبحث عن أموال لإقامة أو توسيع نشاطاتها الاستثمارية، وكعامل مساعد في زيادة نشاط وتطوير سوق الأوراق المالي التونسي.

في هذا الصدد يسمح القانون التونسي للمستثمر الأجنبي اقتناء أسهم في الشركات المدرجة بالبورصة وغيرها، التي تنشط في القطاعات التنافسية وذلك إلى نسبة لا تتجاوز 50 % بدون ترخيص مسبق، ويمكن تجاوز هذه النسبة بعد الحصول على موافقة الهيئة العليا للاستثمارات.

كما يسمح للمستثمرين الأجانب تحويل الاستثمار الأصلي والأرباح بكل حرية، مع إعفاء المداخيل المتأتية من هذا الاستثمار من الضرائب.

لقد سجّلت البورصة التونسية مساهمة أجنبية معتبرة في إجمالي رأس المال السوقي، وهو ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (69): مساهمة الأجانب في الرسملة السوقية التونسية خلال الفترة 2002– 2011

(الوحدة: مليون دينار)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Σر.السوقي	2842	2976	3085	3840	5490	6527	8301	12227	15282	14452
ر.س.أجانب	665	750	789.75	1082.8	1515.5	1827.88	2053.6	2680	3079.3	2922.1
أجانب%	23.4	25.2	25.6	28.2	27.6	28	24.74	21.92	20.15	20.22

المصدر: من إعداد الباحثة

يتبين من خلال معطيات الجدول، وجود مساهمة أجنبية معتبرة طيلة الفترة مدة الدراسة (2002–2011)، إذ لم تقل مساهمة الأجانب في الرسملة البورصية عن 665 مليون دينار، وهي القيمة المسجلة سنة 2002 التي تضاعفت من سنة لأخرى، دون أن تسجل أي تراجع، لتبلغ حوالي قيمة الثلاثة (03) ملايير سنة 2011 أي بزيادة تقدر بنسبة 339 % مقارنة بسنة 2002. كما نلاحظ أن حصة الأجانب في الرسملة السوقية لبورصة تونس لم تقل مطلقا عن نسبة 20 % طوال فترة الدراسة (2002–2011).

الفرع الأول: أهم القطاعات التي تستقطب المستثمرين الأجانب في بورصة تونس: بعدما شخصنا واقع الاستثمار الأجنبي ومساهمته على مستوى السوق المالي التونسي، والمقدر برسملة لم تقل عن 20 %

خلال الفترة 2002–2003، وللتعمق أكبر أردنا أن نحدد ما هي القطاعات التي تستقطب المستثمرين الأجانب وما هي حدود نسب المشاركة الأجنبية في الشركات المسعرة في بورصة تونس للقيم المنقولة.

من أجل ذلك صنّفنا الشركات المسعرة حسب القطاع الذي تنتمي إليه، ثم رتبنا القطاعات حسب معيار أكبر مساهمة أجنبية فيه إلى أقل مساهمة من خلال الرسملة البورصية.

الجدول رقم (70): المساهمة الأجنبية في السوق التونسي حسب القطاع(2011)

(الوحدة: مليون دينار)

القطاع	المالي	م/الاستهلاك	م/أساسية	خ/المستهلك	صناعة	الاتصال	التكنولوجيا	الصحة	بترول وغاز
رسملة القطاع	7958	2625	792	1434	89.6	53.78	97	103.2	45
الرسملة الأجنبية	1918	501	287	120.3	1342	2.4	1.3	0.92	0.71

المصدر: من إعداد الباحثة وفقا للمعطيات المستخلصة من Rapport bourse Tunis2011, p 66

يظهر من خلال الجدول المساهمات الأجنبية حسب القطاعات كما يلي:

القطاع المالي: تبلغ حصص الأجانب 1918 مليون دينار من قيمة الرسملة السوقية لهذا القطاع، والمقدرة بـــ 7958 مليون دينار، أي بمساهمة أجنبية مهمة في القطاع المالي تقدر بـــ 24.2 %. علما أننا نجد مساهمة أجنبية في كل شركات القطاع بنسب متفاوتة وتقدر بأكثر من 50 % في عديد من الشركات المالية، نذكر منها الاتحاد الدولي للبنوك يملك الأجانب فيه نسبة 52.35 %، الاتحاد البنكي للتجارة والصناعة 50.18 %،التجاري بنك 54.58 %، البنك العربي لتونس 64.25 %.

قطاع مواد الاستهلاك: سجّلنا مشاركة أجنبية ملحوظة في هذا القطاع بقيمة 501 مليون دينار مقابل رسملة سوقية إجمالية لقطاع مواد الاستهلاك تقدر بـــ 2625 مليون، أي يساهم الأجانب فيه بنسبة 19 %.

قطاع المواد الأساسية: يسجّل هذا القطاع مشاركة أجنبية وبالأغلبية في أهم الشركات المسجلة بالقطاع، وهي شركة آرليكيد تونس بنسبة 60 %، حيث قدّرت مساهمة الأجانب في قطاع المواد الأساسية ككل بنسبة 36 %، أي بقيمة 287 مليون دينار مقابل رسملة إجمالية للقطاع مقدرة بـــ 793 مليون دينار.

قطاع الخدمات للمستهلك: من إجمالي رسملة سوقية لقطاع الخدمات للمستهلك والبالغة 1433 مليون دينار، نجد المساهمة الأجنبية تقدر بـــ 120 مليون دينار أي بنسبة 8.3 %.

قطاع الصناعة: سجّل قطاع الصناعة مشاركة أجنبية تقدر بـــ 89.6 مليون دينار فيه، من إجمالي 1343 مليون دينار، أي نسبة المشاركة الأجنبية في القطاع تقدر بـــ 6.6 %.

قطاع الاتصال: قدّرت حصة الأجانب المساهمين في قطاع الاتصالات بـــ 2.406 مليون دينار من رسملة سوقية للقطاع تقدر ب 53.78 مليون دينار، بذلك تقدر نسبة المساهمة الأجنبية 4.5 %.

التكنولوجيا: يساهم قطاع التكنولوجيا بشركة واحدة للتسعير في بورصة تونس، والمقدر رسملتها السوقية بـــ 97 مليون دينار، أين يساهم الأجانب فيه بقيمة 1.3 مليون دينار أي بنسبة 1.3 %.

قطاع الصحة: قدرت المشاركة الأجنبية بقيمة 0.92 مليون دينار من إجمالي الرسملة السوقية للقطاع المقدرة 103 مليون دينار، أي نسبة مساهمة الأجانب في قطاع الصحة تقدر بـــ 0.08 %.

قطاع البترول و الغاز: نسجل حصة ضعيفة للاستثمار الأجنبي في هذا القطاع، والمقدرة بنسبة 0.015 % حيث بلغت قيمة مساهمة الأجانب 0.71 مليون دينار في إجمالي رسملة القطاع المقدرة بـــ 45 مليون دينار.[1]

تتوزع حصة الأجانب في رأس مال الشركات المدرجة بتسعيرة البورصة سنة 2011 كما يلي:

- ست (06) شركات من جملة 57 شركة تفوق المساهمة الأجنبية فيها 50 %؛
- ثماني (08) شركات تتراوح المساهمة الأجنبية فيها بين 20 % و 50 %؛
- عشر (10) شركات تتراوح المساهمة الأجنبية فيها بين 07 % – 20 %؛
- إحدى عشر (11) شركة تتراوح المساهمة الأجنبية فيها بين 01 % – 07 %؛
- إثنا وعشرون (22) شركة تتراوح المساهمة الأجنبية فيها نسبة أقل من 01 %.

الفرع الثاني: المشاركة الأجنبية حسب القطاعات في الرسملة السوقية الإجمالية

من خلال المعلومات المحصلة والمجمعة في الجدول التالي، سنحاول إبراز مساهمة الأجانب وحسب القطاع، في تحقيق رسملة السوق الإجمالية المقدرة بقيمة 14452 مليون دينار.

الجدول رقم (71): حصص الاستثمار الأجنبي في الرسملة السوقية الإجمالية التونسية(2011)

القطاع	المالي	م/الاستهلاك	م/أساسية	خ/المستهلك	صناعة	الاتصال	التكنولوجيا	الصحة	بترول وغاز
الرسملة الأجنبية في القطاع	1918	501.11	287.6	120.3	89.6	2.4	1.31	0.92	0.71
الرسملة الأجنبية في السوق%	13.27	3.46	2	0.83	0.62	0.02	0.01	0.006	0.005

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات التقرير السنوي 2011 لبورصة تونس

يتبين من خلال ما سبق أن القطاع المالي وحده يستحوذ على أكبر مساهمة أجنبية في السوق المالي التونسي، إذ يمثل 24.2 % من الرسملة السوقية للقطاع المالي، ونسبة 13.27 % من الرسملة

---

1 ـــ أنظر : تقرير بورصة تونس 2011:التوزيع القطاعي لحصة الأجانب في رسملة السوق، ص66

الإجمالية للسوق. يليه قطاع مواد الاستهلاك بنسبة 3.46 %، ثم قطاع المواد الأساسية بنسبة 2 %، أما باقي القطاعات، فلم تتعد مساهمة الأجانب في الرسملة السوقية الإجمالية الواحد في المائة (01%).

الفرع الثالث: المساهمة الأجنبية لمجموع عمليات البيع والشراء: إلى جانب المساهمة الأجنبية في الرسملة السوقية، نجد أن الأجانب يساهمون أيضا في سوق التداول بيعا وشراء في الأوراق المالية بالبورصة التونسية، وهو ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (72): مؤشرات ملكية الأجانب في الشركات المدرجة بالبورصة التونسية (2002–2011)

(الوحدة : مليون دينار)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
شراء الأجانب	47	37	63	147	143	84	610	137	185	147
بيع الأجانب	37	19	33	95	99	70	658	257	326	208
الرصيد	9	18	30	52	44	14	48-	120-	142-	61-

Source : élaboré à partir des différents rapports de bourse de Tunis 2002-….2011 .

بالإضافة إلى الاستثمار، يتدخل الأجانب في سوق المال التونسي كمنشطين بالبيع والشراء، إذ نجد أنه خلال الفترة 2002–2007 كانت مقتنياتهم من الأسهم تفوق مبيعاتهم، أي أنهم مشترين أكثر منهم بائعين، ليتخذ المستثمرون الأجانب سلوكا مغاير ابتداء من سنة 2008، ويرجع هذا أساسا إلى الأزمة المالية العالمية، والذي يزيد الأمر سوءا هو تدهور الوضعية الأمنية بتونس عقب أحداث 2010.

بلغت اقتناءات الأجانب خلال سنة 2011 لأسهم الشركات المدرجة 146.6 مليون دينار مقابل مبيعات في حدود 208 مليون دينار، مما أفرز رصيدا صافيا سلبيا بقيمة 61.6 مليون دينار، وبلغ عدد الأسهم التي يمتلكها الأجانب 228 مليون سهم سنة 2011 مقابل 229 سهم سنة 2010، مسجلا انخفاضا طفيفا بنسبة 0.05 %.

المطلب الرابع: قراءة وتحليل

اهتم المسئولون على مستوى سوق المال المغربي، باستقطاب الاستثمار الأجنبي من خلال تبسيط إجراءات ولوج السوق ومن خلال منح الامتيازات الضريبية على العوائد المحققة، ودون إعاقة عملية خروج رؤوس الأموال وفوائض القيمة وكذا الأرباح المحققة من المغرب.

عرفت المساهمات الأجنبية خلال الفترة (2004-2011) تطورات ملحوظة وارتفاعات مستمرة تقدر في إجمالها (141%)، مشكلة نسب نمو مستقرة بحوالي 29 % ، هذه النسبة من رأسمال الشركات المدرجة ببورصة البيضاء يملكها أجانب، أي ما يشكل حوالي الثلث، علما أن 2.8 % فقط هي قيمة الاستثمارات العائمة، معتبرا أن حصتها بالبورصة تظل ضعيفة.

تشهد كل الشركات المسعرة على مستوى بورصة الدار البيضاء، مساهمة أجنبية تصل حتى إلى 80 %، بسيطرة فرنسية بحوالي 77% من مجموع الاستثمار الأجنبي.

نلاحظ بالنسبة للسوق المال التونسي، أن المشاركة الأجنبية فيه أقل منها في السوق المغربي، إذ تبلغ نسبة المشاركة معدل 20 %، غير أنه يشهد تطورات ثابتة من سنة لأخرى، كذلك نجد الأجانب يساهمون في كل الشركات المسعرة على مستوى البورصة، غير أنه لا بد لهم الحصول على موافقة السوق للحصول على نسبة مشاركة تفوق 50 %.

عكس نظيرتها البورصة المغربية والتونسية، وبعد أكثر من عشر سنوات من تشغيلها، نجد البورصة الجزائرية غير مغرية لجذب الاستثمارات الأجنبية، غير أنه وحسب تصريحات مسئولين على مستواها، يؤكدون وجود خطط مستقبلية تنص على مشاركة رؤوس أموال أجنبية في الاستثمار على مستوى بورصة الجزائر للقيم المنقولة.

المبحث الرابع: المعوقات وسبل رفع كفاءة الأسواق المالية المغاربية

إن طبيعة وحداثة الإصلاحات القانونية والمؤسساتية للأسواق المالية المغاربية، جعلتها عبارة عن أندية مصغرة للاستثمار، تجتذب نخبة اقتصادية محدودة متمرسة على العمل المصرفي والمالي والرأسمالي -خاصة- وأن أغلب هذه الأسواق لا تستعمل لغتها الأصلية اللغة العربية في التعاملات اليومية، حيث اللغة الفرنسية هي السائدة في كل من المغرب وتونس والجزائر، مما يساهم في عدم إقبال عامة الشعب حتى على التعرف على دور البورصة ونشر الثقافة المالية المرتبطة بها.

يتبين لنا أن البورصات المغاربية لا زالت تعاني من سلة متنوعة من الإكراهات الداخلية، بحكم تجربتها القصيرة نسبيا، التي تزامنت مع مسلسل الإصلاح الذي خضعت له خلال العقدين الأخيرين كما أنها لازالت تتميز بعدم الانفتاح الشامل على محيطها الاقتصادي الوطني، بسبب قلة عدد الشركات والقطاعات المدرجة بها. ونسرد فيما يلي العراقيل التي تشهدها الأسواق المغاربية:

المطلب الأول: معوقات الأسواق المالية المغاربية

نبينها من خلال ما يلي:

الفرع الأول: ضيق حجم السوق ومحدوديته: تعاني الأسواق المغاربية من نقص واضح في الأدوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الأموال، حيث تسيطر الأسهم والسندات (وسائل التمويل التقليدية) على التعاملات في هذه الأسواق.

يتمثل ضيق هذه الأسواق من ناحية، بقلة هذه الأدوات المتاحة للتداول، وبضعف أحجام التداول وقلة عدد الشركات المدرجة من ناحية أخرى. فسوق السندات لا يزال في مراحله الأولى حيث تعتمد الشركات في تمويل مشاريعها الاستثمارية على المصادر التقليدية كالبنوك أو المساهمات الشخصية، وذلك رغبة منها في عدم الخضوع لمراقبة السلطات وعدم التزامها بقواعد الشفافية والإفصاح.

يتعلق الأمر كذلك بالسندات التي تصدرها الحكومة، فعلى الرغم من اعتماد الحكومات المغاربية على الاقتراض المحلي لتمويل عجز الموازنة العامة، إلا أن النمط المؤسسي لتملك هذه السندات قد حال دون تداولها في السوق، إذ يلاحظ أن معظم الإصدارات من هذه السندات يتم الاكتتاب بها من قبل البنوك وشركات التأمين وصناديق التقاعد، حيث تحتفظ هذه المؤسسات بهذه السندات وتحول دون طرحها للتداول، وقد انعكس ذلك في ضآلة ما هو معروض من هذه الأدوات في الأسواق الثانوية.

من جانب آخر، يتمثل ضيق أسواق الأوراق المالية المغاربية، بمحدودية أحجام التداول وقلة عدد الشركات المدرجة في هذه الأسواق، وتعزى محدودية حجم التداول إلى امتلاك الحكومات والقطاع

العام لجزء كبير من الأسهم المصدرة، حيث تتجه هذه الفئات إلى الاحتفاظ بهذه الأسهم لفترات طويلة دون أن تحوّل إلى التداول.

كما تعزى قلة عدد الشركات المدرجة إلى سيادة نمط الشركات العائلية المغلقة، وعدم رغبتها بإدراج أسهمها في السوق المالي، تفاديا للالتزام بقواعد الإفصاح والشفافية المطلوبة والمشروطة.

كذلك إلى تباطؤ برنامج الخوصصة حيث، على الرغم من أن الحكومات قد بدأت في تنفيذ برنامج خوصصة شركات قطاع الأعمال العام، حيث تقوم بطرح أسهم بعض الشركات التي تمتلك الجانب الأكبر منها للبيع للجمهور، إلا أن نسبة من هذه الشركات مازالت تخضع للملكية العامة.

ينجر عن ضيق السوق كما قدمناه العراقيل الفرعية التالية:

1- ضعف نشاط السوق الأولي: تتسم أحجام الإصدارات الأولية من الأسهم و السندات للشركات الحديثة القائمة في الأسواق المالية المغاربية بالضآلة، ويتضح ذلك في نسبة الإصدارات إلى الناتج المحلي الإجمالي ونسبتها إلى القروض والتسهيلات المصرفية الممنوحة للقطاع الخاص. ومن الأسباب الرئيسية التي أدت إلى ضعف الأسواق الأولية وعزوف الشركات عن طرح أسهمها للاكتتاب العام، محدودية الوعي المالي لدى المستثمرين، الذين غالبا ما يقومون بتوفير احتياجاتهم التمويلية من المصادر التقليدية بالإضافة إلى رغبتهم في السيطرة على إدارة شركاتهم وعدم خضوعها لمراقبة السلطات وعرض بياناتها المحاسبية والمالية.

من ضمن هذه الأسباب أيضا غياب شركات الترويج وضمان الاكتتاب، التي تقوم بإدارة الإصدارات والترويج لها وضمان الاكتتاب الكامل بالأسهم المطروحة, إذ يتم تغطية هذه الأسهم عبر الاكتتابات العامة أو الخاصة.

كذلك نجد من ضمن هذه الأسباب غياب وكالات محلية لتصنيف الملاءة الائتمانية للإصدارات حيث أن وجود مثل هذه الوكالات، من شأنه أن يزيد من إقبال المستثمر على هذه الإصدارات نظرا لما توفر له من مساعدة في اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة.

2- تركيز السوق: نقصد بها ارتفاع درجة تركيز التداول في عدد قليل من أسهم الشركات المدرجة، وترجع أهم أسباب ارتفاع درجة تركيز التداول إلى ضيق حجم الاقتصاد المغربي وتركزه في قطاعات محدودة.

تعتبر ظاهرة تركيز السوق من أهم المعوقات التي تؤثر سلبا على سيولة السوق، ويقصد بتركيز السوق Market concentration انحسار معظم أنشطة السوق بعدد محدود جدا من الشركات المدرجة (في الغالب شركتين أو ثلاث)، بحيث تستحوذ هذه الشركات على نسبة كبيرة من أنشطة التداول والقيمة السوقية للسوق، وتعد هذه الظاهرة سمة من سمات الأسواق المالية الناشئة، وتتميز الأسواق المالية في كل من بلدان المغرب العربي بدرجة تركيز تفوق 60 %.

3- ضعف السيولة: تنتج عن قلة التداول، وتنتج عدم تداول أسهم بعض الشركات المدرجة لفترات طويلة من الزمن، قد تصل لعدة أشهر في بعض الأحيان، إذ تؤثر ظاهرة قلة التداول سلبا على سيولة السوق وتزيد المخاطر المرتبطة بعدم سيولة الورقة المالية. تعد ظاهرة قلة التداول من العوامل الرئيسية في تحديد درجة المخاطر للسوق والشركات المدرجة فيه.

4- قصور العرض والطلب: تعاني أسواق الأوراق المالية المغاربية، من قصور أو حتى غياب طلب الأفراد العوام للأدوات المالية، على مستوى الأسواق المالية المغاربية، وتعود أسباب ذلك إلى النقاط التالية:

- تدني الوعي الاستثماري لدى الأفراد في دول المغرب العربي، خاصة فيما يتعلق بالاستثمار في الأدوات المالية، وتفضيلهم حيازة الموجودات الثابتة كالعقارات، أو الودائع في البنوك.
- كما قد يرجع تدني طلب الأفراد ليس لرغبتهم، وإنما لمنافسة القطاع العام لجمهور المدخرين على هذه الأوراق، في ظل محدودية المعروض منها؛
- كذلك قد يعود قلة الطلب على الأدوات المالية، إلى منافسة الأوراق المالية الحكومية في الحد من الطلب على الأوراق المالية للشركات لقلة المخاطرة فيها؛
- انخفاض معدلات الادخار نتيجة لضعف دخل الفرد، مما يقلل من إمكانياته المالية المتاحة للاستثمار، إضافة إلى ذلك انعدام الثقافة الاستثمارية المالية لدى الكثير من الأفراد؛
- انخفاض عائد الاستثمار في سوق الأوراق المالية المغاربية؛
- ارتفاع سعر الفائدة، فكلما كان سعر الفائدة مرتفعا أحجم المستثمرون عن الاستثمار في سوق الأوراق المالية، على خلاف لو كان منخفضا لأغرى المستثمرين على زيادة الطلب على الاستثمار في الأوراق المالية؛
- تجنب عدد كبير من المدخرين استثمار أموالهم في السندات وذلك تفاديا لتأثير معدل التضخم، أو امتثالا للدين الإسلامي في تحريم الربا.

5- محدودية الأدوات الاستثمارية: تتصف البورصات المغاربية بضعف فرص التنويع المتاحة للمستثمرين فيها، نسبة لتركيزها في الأسهم العادية، من دون وجود بدائل متمثلة في صكوك، وسندات ومشتقات مالية، الأمر الذي يقلل من تكوين محافظ استثمارية ذات مخاطر متدنية.

مما لاشك فيه، أن محدودية الاستثمارات المتاحة أمام المستثمرين، تحد من سيولة وعمق السوق وبالتالي تؤثر سلبا على جانب الطلب على الأوراق المالية. وفي هذا السياق, ينحصر التداول في سوق المال المغاربي على أداتين استثماريين تقليديتين، هما الأسهم العادية والسندات، الأمر الذي يحد من خيارات المستثمرين ويحد من القدرة التمويلية للشركات المدرجة على حد سواء. وعدم تنوع الأدوات الاستثمارية له انعكاسات سلبية على أداء السوق، مثل صغر حجم السوق وضعف مستويات نسب التداول، إضافة إلى عزوف وانحسار الاستثمار المؤسسي.

الفرع الثاني: البيئة التنظيمية والتشريعي: لازال قطاع الأوراق المالية يعاني من قصور في بعض الجوانب التشريعية والتنظيمية، ومن الأمثلة على ذلك عدم المواءمة والانسجام في القوانين ذات العلاقة بالاستثمار في الأوراق المالية, كقانون الضرائب، إضافة إلى قصور قانون الشركات الحالي على تلبية المتطلبات العصرية للقطاع الاقتصادي. ومن المشاكل التنظيمية التي يعاني منها قطاع الأوراق المالية، عدم الفصل التام بين الدور الرقابي الإشرافي والدور التنفيذي، حيث يلاحظ وجود بعض التداخل في المهام والمسؤوليات بين المؤسسات العاملة في هذا القطاع.

الفرع الثالث: قصور آليات العمل في الأسواق المالية المغاربية: تتمثل عوائق العمل في الأسواق المالية المغاربية في النقاط التالية:

- عدم توفر شركات صانعة الأسواق، مما يؤدي إلى تقلب شديد في الأسعار وبالتالي تقلب حجم التداول؛
- عدم كفاءة السماسرة في التعامل بالأوراق المالية، وعجزهم عن إعطاء المشورة للمشترين؛
- محدودية شركات الوساطة المالية التي تقوم بترويج وتسويق الإصدارات الجديدة؛
- غياب الابتكار والتجديد في أدوات الاستثمار والادخار.

الفرع الرابع: عقبات الربط بين أسواق الأوراق المالية المغاربية: تتمثل العوائق التي تحول دون الربط بين أسواق الأوراق المالية المغاربية فيما يلي:

1- قيود معلوماتية: وتتمثل في النقاط التالية:

- غياب ثقافة بورصية لدى الأفراد لاعتبارات دينية، تحول دون استثمار مدخراتهم المالية؛
- ضعف نظام المعلومات بالبورصات العربية، وعدم توفر شبكة معلومات تنبؤية للمؤشرات؛
- عدم احتواء المعلومات المنشورة في التقارير المالية عن الدرجة الكافية من الإفصاح، وعدم التقيد بمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية، التي أوصت بها الهيئة الدولية المنظمة لأسواق الأوراق المالية.

2- قيود مالية: تتمثل في النقاط التالية:

- فرض ضرائب على الأوراق المالية محل التداول؛
- أثر التضخم على عائد السندات؛
- قيود تحويل العملات الأجنبية.

الفرع الخامس: مشكلة هجرة الأموال المغاربية إلى الخارج: وعدم استثمارها على المستوى المحلي أو على مستوى أسواق المال في بلدان المغرب العربي ويرجع هذا أساسا إلى:

- تدني فرص الاستثمار في البلدان المغاربية لقلة الأرباح مقارنة بالدول المتقدمة؛
- إمكانية استرجاع الودائع وتحويل الأرباح من قبل المستثمرين أصحاب رؤوس الأموال في أي وقت بدون عوائق؛

– عدم قدرة الدول المغاربية على استغلال الموارد المتوفرة لديها استغلالا كاملا في تحقيق مستوى من التنمية، مثل عجز البنوك والشركات والمؤسسات المالية في المغرب العربي عن استثمار ما لديها من فوائض مالية، رغم توفر الكثير من الفرص الاستثمارية ذات الجدوى في مجالات متعددة، مما يؤدي إلى تدني مستوى العوائد المحققة؛

– انتشار الفساد الإداري والمالي، وغياب الشفافية والتسهيلات أمام الاستثمارات؛

– هيمنة الأجهزة الحكومية على النشاط الاقتصادي الاستثماري والمالي؛

– غياب قوانين الاستثمار على نصوص تتعلق بخضوع الاستثمار للدستور والقوانين، وعدم التصريح قانونيا بالحماية التشريعية للمستثمر.

الفرع السادس: **الانفتاح على الخارج**: لا يمكن أن نتجاهل سعي المغرب وتونس ولاحقا الجزائر في فتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية، وفق أسس وضوابط محددة للمساعدة في تغطية الاحتياجات التمويلية المحلية ونقل الخبرات المتطورة.

مع ذلك، فإن من العوامل التي ما تزالت تحول دون جذب هذه الاستثمارات بالصورة المطلوبة عدم وجود أنظمة استثمار مفتوحة بالكامل في دول المغرب العربي، كذلك الأحجام الصغيرة لهذه الأسواق غير القادرة على استيعاب هذه الاستثمارات.

من العوامل الأخرى التي أثّرت سلبا على ثقة المستثمرين بالأسواق المالية بالمغرب العربي، عدم وجود أنظمة ذات كفاءة عالية للتسويات والمقاصة وللمحاسبة والتدقيق، وقواعد تحدد متطلبات الرقابة والإفصاح عن المعلومات.

الفرع السابع: **دقة الإفصاح وتدفق المعلومات**: رغم صرامة التشريعات والقوانين فيما يتعلق بالإفصاح وبث المعلومات، إلا أنه وخاصة فيما يتعلق بالسوق المالي الجزائري، الذي لا يزال يفتقر إلى النصوص القانونية الواضحة والمتعلقة بنشر المعلومات والبيانات عن الشركات المدرجة فيها، ترتب عن ذلك ضعف الرقابة على هذه الشركات وفقدان الثقة بالسوق وإحجام المدخرين عن دخوله لتخوفهم من تعريض حقوقهم للضياع.

نجد معايير المحاسبة الدولية لا تستخدم من قبل جميع الشركات المساهمة، وجودة التقارير المالية متفاوتة من سوق لآخر، حيث أن الكثير من الشركات لا توفر بيانات وحسابات تفصيلية شاملة وتقتصر على توفير الحد الأدنى للإفصاح كنشر الميزانية السنوية. بالإضافة إلى ذلك، فإن صدور هذه البيانات يتأخر في كثير من الأحيان، كما أن النصوص القانونية في هذه الأسواق لا تلزم الشركات المدرجة فيها بإصدار تقارير نصف أو ربع سنوية، كما تفتقر أسواق المغرب العربي إلى وجود كوادر فنية قادرة على تحليل البيانات المالية من أجل التنبؤ ومن ثم الاقتراح الاستثماري.

يمكن إيجاز السلبيات الملاحظة والمتعلقة بضعف الإفصاح وبث المعلومة فيما يلي:

– معظم ما ينشر من بيانات ومعلومات عن الشركات المقيدة في البورصة، ينشر بشكل مجمل ويفتقد في كثير من الأحيان إلى الوضوح والتبسيط، مما يجعلها غير مفيدة لأغلب المهتمين، وخصوصا صغار المدخرين والمستثمرين، وبالتالي توجد صعوبة للوصول إلى قرار بشأن شراء أو بيع الأوراق المالية التي تصدرها هذه الشركات؛

– عدم توفر مؤسسات متخصصة تساعد صغار المدخرين والمستثمرين على اتخاذ القرارات الخاصة بعملية بيع وشراء الأوراق المالية، وفقا لأسس موضوعية ، وذلك من خلال قيامها بجمع ونشر وتحليل وتقييم المعلومات المالية عن الشركات المصدرة للأوراق المالية في السوق .

الفرع الثامن: **أنشطة الوساطة:** شهد نشاط الوساطة في كل من بورصة الدار البيضاء وبورصة تونس تطورا ملحوظا خلال السنوات الماضية، لما تلعبه هذه المؤسسات من دور حيوي في أداء وكفاءة الأسواق المالية، نظرا للخدمات التي تقدمها للمتعاملين في الأسواق المالية. إلا أن هذا النشاط يقتصر على أعمال الوساطة بالعمولة وعلى تنظيم عمليات الاكتتاب في الإصدارات الجديدة. فمن جهة لا تقوم هذه الشركات بدور نشط لعمليات السوق الأولي المتمثلة في تسويق وتوزيع وتغطية وإدارة الإصدارات الأولية، إضافة إلى عدم قيامها بتقديم الاستشارات للمستثمرين،كما لم تقم هذه الشركات من جهة أخرى بالقيام بدورها في تحقيق آلية السوق وخلق حالة توازن مستمر بين عرض الأوراق المالية والطلب عليه، يدخل هذا في إطار الافتقاد إلى المؤسسات صانعة السوق، حيث يعاني السوق من عدم توافر المؤسسات صانعة السوق، ويقصد بها تلك المؤسسات التي تعمل على إيجاد توازن مستمر بين العرض والطلب في سوق الأوراق المالية، من خلال توفير السيولة المناسبة للسوق، نتيجة قيامها بالتعامل في أدوات الاستثمار من أسهم وسندات، استناداً إلى معرفتها بأحوال السوق ورغبات المستثمرين.

المطلب الثاني: سبل رفع كفاءة أسواق الأوراق المالية المغاربية

من واقع الأسواق المالية في كل من الجزائر، المغرب و تونس، وما يواجهها من عوائق تحول دون قدرتها على استقطاب المدخرات وتوجيهها إلى أوعية استثمارية مربحة ذات الكفاءة العالية والفعالية أصبح من الضروري البحث عن سبل وآليات لتعزيز كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية وتنشيط أدائها بالمستوى المطلوب، على هذا الأساس نقدم فيما يلي مجموعة من العوامل التي تدعو إلى ضرورة الأخذ بها لتطوير البورصات المغاربية ورفع مستوى كفاءتها.

يمكن صياغة عدد من المحاور التي من شأنها أن تعمل على تنمية وازدهار سوق الأوراق المالية بصفة عامة، وتفعيل دورها في تنمية الادخار بصفة خاصة، وهذه المحاور هي :

الفرع الأول: سبل زيادة الطلب للتعامل في الأسواق المالية: تتطلب عملية خلق وزيادة الطلب على الأوراق المالية تحقق ثلاثة عوامل:

– العامل المعرفي: يتمثل في إدراك التعامل على مستوى السوق المالي وثقافة كبيرة بالتعامل بالأوراق المالية؛

– عامل الثقة: نقصد هنا الثقة في استقرار البلد الذي ينشط على مستواه السوق من جهة والثقة في استقرار السوق نفسه من جهة أخرى؛

– عامل المنتج المالي: لا يمكن تصور رفع الطلب على الأوراق المالية في حالة محدوديتها أصلا، لذلك من الضروري إذا ما فكرنا في رفع الطلب أن تسبقه عملية طرح للمنتجات المالية بإصدارات جديدة أو لأنواع جديدة بشرط أن تكون جذابة.

وفيما يلي تفصيل ذلك:

1 ــ العامل المعرفي: يمكن تنشيط وخلق الطلب على الأدوات المالية من خلال التعريف وإكساب المدخرين ثقافة بورصية من خلال تعميق الوعي الاستثماري والتوعية بأهمية الاستثمار في الأوراق المالية، يشترك الأفراد في كل من الجزائر والمغرب وتونس بنقص أو انعدام الثقافة البورصية والتعامل بالأدوات المالية، لذلك لابد من موازاة التوعية وزرع ثقافة الاستثمار المالي والتعامل بالأوراق المالية لدى صغار المدخرين، وتشجيعهم على الادخار طويل الأجل، بتعريفهم بالفرص المتاحة للاستثمار في الأوراق المالية والمزايا المترتبة عنها، وهو ما يتطلب ضرورة تنمية وتطوير الإعلام الاستثماري في دول المغرب العربي.

تعتبر قضية زيادة الوعي الادخاري وتنميته، قضية قومية في المقام الأول، ونشر هذا الوعي ليس بالضرورة قضية اقتصادية وحسب، بل هو ضرورة اجتماعية وسياسية أيضا، تستهدف إعادة صياغة مفاهيم الأفراد واتجاهاتهم، إلا أن مشكلة خلق وعي التوظيف في الأوراق المالية، ربما يكون أكثر

تعقيداً، لذلك يتطلب خطة وطنية تقوم على أسس تربوية وإعلامية تغرس مفاهيم الادخار والاستثمار غير المباشر، وأهميته في التنمية لدى الأجيال الناشئة في المدارس والجامعات.

يمكن أن تتم التوعية المطلوبة من خلال الوسائل التالية:

ـــ نشر بيانات كافية وسهلة الاستيعاب على جمهور المستثمرين عند الدعوة للاكتتاب في إصدارات جديدة من الأسهم، بحيث تشتمل نشرة الاكتتاب على كل ما يهم المستثمر ويساعده على اتخاذ القرار المناسب له؛

– تبسيط البيانات الدورية المنشورة عن نشاط الشركة وبصفة خاصة الميزانية السنوية وحسابات النتائج والتوزيعات وتقارير مجالس الإدارة، ودراسة إمكانية إرسالها للمساهمين حتى يكونوا على بينة بأحوال شركتهم، وإشعارهم بأنهم ملاك حقيقيون للشركة، ومن ثم يتعمق مفهوم الملكية لديهم ويزيد من حماسهم للمساهمة في الشركات؛

– إدماج مقررات دراسية حول أسواق الأوراق المالية وكيفية التعامل فيها إلى الجامعات والمدارس التجارية، وإمداد الأساتذة بالدراسات والتقارير التي تعكس تطورات هذه الأسواق، بما يساعدهم على تصميم المناهج والمواد العلمية لهذه البرامج، وأيضا ترتيب زيارات لطلاب الكليات والمدارس التجارية للبورصات، تمكيناً لهم من المشاركة الإيجابية في نشاط السوق بعد تخرجهم؛

– إقامة الندوات واللقاءات للتعريف بسوق الأوراق المالية، وأهميتها للاقتصاد الوطني، وجدوى الاستثمار فيها من جانب المدخرين، سواء بالنسبة لما يعود عليهم مباشرة أو ما يعود على مجتمعهم؛

– تشجيع إنشاء نوادي الاستثمار التي تساهم في زيادة الوعي الاستثماري في الأوراق المالية، وبناء جيل من المستثمرين المثقفين يمكن الاعتماد عليه؛

– زيادة الوعي الادخاري والتوظيفي لدى صغار المدخرين، من خلال وسائل الإعلام المقروءة والمسموعة والمرئية .

2 ـــ عامل الثقة: يمكن تنشيط الطلب على الأوراق المالية من خلال العامل النفسي من جهة والموضوعي من جهة أخرى من خلال:

2-1 – الاستقرار السياسي: يتمثل في استقرار النظم والقوانين السياسية والاقتصادية، وتجنب التقلب المستمر في السياسات والقرارات الاقتصادية، وتوخي الوضوح في وضع وصياغة الأهداف العامة وسبل تحقيقها من سياسات وأدوات، بحيث لا يكون التغيير فيها إلا بسبب ظروف جديدة لم تكن متواجدة عند تحديدها أو إصدارها، بما يوفر الاستقرار ويشجّع رؤوس الأموال الخاصة الوطنية والأجنبية للدخول في المشروعات الاستثمارية المختلفة بما يحقق الأهداف المرجوة، كما يجب أن يكون من ضمن الأهداف العامة تحقيق الاستقرار لمستوى ومعدل نمو النشاط الاقتصادي، بما يمكّن

من تلافي فترات الركود أو التضخم لما لها من آثار سلبية على الادخار والاستثمار وبالتالي على نشاط سوق الأوراق المالية.

كما يعتبر الاستقرار السياسي أحد عوامل تحسين المناخ الاستثماري، حيث يؤكد تقرير التنمية للبنك العالمي لسنة 2005 على الدور الهام الذي تلعبه الحكومة في إيجاد بيئة آمنة ومستقرة، بما في ذلك حماية حقوق الملكية، فقد أشار التقرير إلى أن غموض السياسات وعدم الاستقرار في الاقتصاد الكلي واللوائح التنظيمية العشوائية تشكل51% من المخاطر المرتبطة بالسياسات على المخاوف المتعلقة بمناخ الاستثمار، كما خلص التقرير إلى أنه من شأن تحسين وضوح السياسات وحده قادر أن يؤدي إلى زيادة الاستثمارات الجديدة بنسبة 30%.[1]

2-2 ـــ تعزيز الدور الرقابي للسوق: لتعزيز الثقة لدى المتعاملين من خلال ضمان حقوقهم مستثمرين كانوا أو مدخرين، وإعطاء هيئة السوق المالي مصداقيتها من خلال تنظيم العمليات ومراقبتها، ليطمئن المتدخلون بعدم وجود تلاعبات من شأنها المساس بمصالحهم. وحتى يكتسب السوق الكفاءة في الأداء للحد من عمليات المضاربة، كل هذا يستوجب تقوية الإشراف والرقابة على سوق الأوراق المالية، وإيجاد نظام فعال للمعلومات لرفع كفاءة السوق، وذلك من خلال فصل الجهاز الرقابي المعني بإصدار القواعد المنظمة لتداول الأوراق المالية عن إدارة البورصة التي يجري تداولها فيها والعمل على استكمال الإطار التشريعي بسن قوانين العمل المناسبة، كقانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية واللوائح التنفيذية، قانون الاستثمار، والقوانين العامة ذات الصلة والتأثير المباشر على السوق، وتتضمن عمليات الرقابة تلك ما يلي:

- الرقابة على الشركات المدرجة في السوق؛
- الرقابة على الوساطة وصناديق الاستثمار؛
- الرقابة على التداول.

في نفس السياق يمكن تقديم المقترحات التالية:

- تطوير الهيكل المؤسسي للأسواق المالية بما يتلاءم مع الدور الرقابي المنوط بها، وإعادة تشكيل العلاقات الوظيفية في هيكلها التنظيمي، بما يحقق الأهداف المرجوة ويناسب الفكر الحديث في تطوير المهام الرقابية في أسواق المال؛
- استحداث معايير للرقابة الذاتية، من خلال لامركزية السلطة الرقابية ودعم مؤسسة السوق المهنية لتلعب دوراً حيوياً في رقابة أعضائها وتفعيل ميثاق شرف المهنة للمنتمين إليها؛

---

1 - World Bank ,World Development Report 2005:A Better Investment Climate for Everyone, Washington D.C,USA,2004

– تطوير الآليات والأدوات الرقابية المتاحة للأسواق المالية وتدعيمها بالنظم والأدوات الملائمة لمرحلة تطور السوق الحالية والمستقبلية، ودراسة عمل تعاقدات مع بعض الشركات العالمية لاستحداث نظام متطور للرقابة على السوق؛

– إنشاء آليات لنشر قرارات الهيئة العامة لسوق المال، لإضفاء المزيد من الشفافية على تعاملاتها وإحاطة المتعاملين في البورصات بما تصدره الهيئة من قرارات أولاً بأول؛

– بحث إدخال التكنولوجيات الحديثة في مجال أعمال بورصة الأوراق المالية، ونظم المعلومات ودعم اتخاذ القرار في الهيئة العامة لسوق المال، بما يسهل من دورها في الرقابة على السوق، وتدريب الكوادر اللازمة لتشغيل وصيانة هذه التكنولوجيات.

2-3- تعزيز الشفافية والإفصاح: بإصدار نشرة يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية، تتضمن معلومات عامة عن السوق، وقرارات مجلس الإدارة، ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار، وإبرام اتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية، كذلك من الضروري على الأسواق المالية القيام بنشر بياناتها على شبكة الانترنت، لمزيد من التعريف بالفرص الاستثمارية المتاحة من خلال:

– الإلزام بالنشر في الصحف واسعة الانتشار، مع فرض غرامات على الشركات التي لا تلتزم بذلك؛

– تشجيع إنشاء الشركات المتخصصة في تحليل البيانات والمعلومات ونشرها؛

– تشجيع الشركات على إنشاء مراكز للمعلومات بها؛

– إصدار تشريع لقواعد مهنة المحاسبة والمراجعة؛

– إلزام الشركات المقيدة بإعداد قوائمها المالية وفقا لقواعد المحاسبة الدولية، حتى يتمكن المستثمر المحلي والأجنبي من تقييم أداء هذه الشركة، وحتى تستفيد من مزايا الطرح العام في الأسواق العالمية.

3 ـــ عامل المنتج المالي: يمكن أن تلعب المنتجات دورها في خلق الطلب أو الزيادة فيه، من خلال جاذبيتها والامتيازات التي تمنحها من جهة، وتنويعها من أجل تقديم تشكيلة فرص للتوظيف من جهة أخرى.

فمن ناحية التنويع، واستثناء للبلدان الإسلامية من بينها دول المغرب العربي، كون أحد عوائق الطلب على المنتجات المالية، يتمثل في سبب ديني، فيمكن اقتراح منتجات مالية تتوافق مع التعامل بالمعايير الإسلامية، كما يجب التفكير في تقديم تشكيلة من المنتجات الجديدة المتنوعة كما يلي:

3-1 - دراسة إمكانية الأخذ بالصيغة الإسلامية في الأوراق المالية: إن اللجوء إلى عملية التمويل عن طريق البورصة من خلال إصدار أسهم وسندات، هي من إحدى طرق التمويل العصرية، غير أن التعامل بها من طرف المجتمعات العربية والإسلامية يعتريها بعض الحرج من الناحية الدينية، خاصة السندات باعتبارها قرضا ربويا ، وإذا ما نظرنا إلى قرار مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره

السابع بجدة من 9 — 4 ماي 1992 الذي أقرّ بأن الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحيانا بالمحرمات كالربا ونحوه، بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة. كل هذا من شأنه أن يؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين التي لا بد أن تصب في خانة الكسب الحلال. [1]

في الواقع إن الأخذ بصيغ التمويل الإسلامية يعمل على الربط المباشر بين الادخار والاستثمار ومن ثم تسهم بصورة أكثر فعالية في توجيه المدخرات نحو المشروعات، وهو ما يساعد على الإسراع في التنمية، فضلاً عما يحققه للمدخرين من استيعاب كل أو بعض آثار التضخم، وأيضاً يتيح تنوعاً في الأدوات المالية المطروحة في السوق، حتى ينتقي المدخرون ما يلائمهم منها، ولاشك أن تعميق مفاهيم صيغ التمويل الإسلامية أمر من شأنه تدعيم سوق الأوراق المالية وزيادة نشاطها.

من المشجع لفكرة طرح الأدوات المالية الإسلامية أن هناك مدخرات تبحث عن قنوات استثمارية ذات عائد مجز، توفرها شركات توظيف الأموال تعمل بمراعاة المبادئ الإسلامية؛ إضافة إلى وجود قائمين قدموا نماذج للاستثمار تنسجم مع أحكام الشريعة الإسلامية ولا تتعارض معها. وهو ما يوجب دراسة كل المقترحات والاستفادة من التجارب بشكل مجرد بكل مالها وما عليها لاستخلاص الدروس المستفادة منها، والتي يمكن الاسترشاد بها لتطوير سوق الأوراق المالية، بعد دراسة مدى إمكانية تطبيقها.

3-2- تنويع الأوراق المالية: من خلال :

- تنشيط سوق الأسهم: من خلال التوسع في إصدار الأسهم لحاملها (لجذب مستثمرين جدد يرغبون الدخول في مجال الاستثمار في الأسهم دون الإعلان عن أسمائهم) وطرح أسهم ممتازة مع تشجيع إنشاء صناديق الاستثمار المغاربية.

- تنشيط سوق السندات: وذلك بالاهتمام بالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم، ودراسة إمكانية إصدار سندات يرتبط عائدها بمعدلات التضخم، وإصدار سندات تتحدد عوائدها بنسبة من الربح الذي يحققه حامل السهم العادي في نفس المؤسسة، وكذلك تشجيع بعض أنواع السندات المضمونة بالأصول الثابتة، أو الرهن العقاري، مع إصدار السندات بالعملات الأجنبية لجذب مزيدا من رؤوس الأموال الأجنبية؛

- إدخال المشتقات: أدى التطور في صناعة الاستثمار في الأوراق المالية، إلى استحداث العديد من الأدوات المالية التي من أبرزها المشتقات.

---

1 ــــ جاسم علي الشامسي، " سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجامع الفقهية الإسلامية بين الأمل والواقع " المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 1992،ص 743

لاشك أن دخول هذه الأدوات إلى الأسواق المغاربية، يعد نتيجة حتمية لتطور هذه الأسواق وارتباطها بالظروف والأسواق العالمية، فعندما يزيد الوعي الاستثماري للفرد، وتنتشر المعلومات الدقيقة والمفيدة، وتنضج آليات السوق، وتتوافر الكوادر المؤهلة، فإنه لابد من إدخال هذه المشتقات التي من شأنها إعطاء مزايا أكبر للتنويع وزيادة فرص الاستثمار.

3-3 – ربحية الأوراق المالية: من خلال طرح سندات بمعدلات فائدة تستوعب بشكل كبير معدل التضخم من جهة، وتفوق معدلات الفائدة المقدمة من طرف البنوك؛ وكذلك تحديد النسبة الدنيا للأرباح الموزعة فيما يتعلق بالأسهم، والقيام بحملة إعلانية كل سنة عن الأرباح الموزعة للمساهمين للسنة السابقة عبر وسائل الإعلام، من أجل الدعاية وإيقاظ فضولية العوام في معرفة الاستثمار عن طريق البورصة.

3-4- تشجيع الاستثمار الأجنبي: بالإضافة إلى الاهتمام بتزكية الطلب الداخلي، استغلال أكبر للموارد باستقطاب الموارد الخارجية من خلال إن سياسة فتح الاستثمار الأجنبي في الأسواق المالية المغاربية، ليس غاية في حد ذاتها، وإنما وسيلة لتحقيق هدف تنشيط حركة هذه الأسواق وتحسين أدائها، لذلك يجب البحث في السبل التي من شأنها فتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية، بإدخال تعديلات على قوانين الاستثمار وإزالة العوائق التي تحول دون دخولها. من الإجراءات التي تؤدي إلى وفود رؤوس الأموال الأجنبية إلى الأسواق المالية المغاربية:

– التوسع في برامج الخوصصة: أظهرت تجارب في الدول النامية في هذا الشأن وجود علاقة وثيقة بين الخوصصة وتدفقات الاستثمار الأجنبي، وهو ما يشير إليه الأداء الجيّد نسبيا للبلدان التي طبّقت برامج الخوصصة في اجتذاب تدفقات ضخمة من هذه الاستثمارات. بالإضافة إلى ما توفره التدفقات الأجنبية من خلال الخوصصة من موارد مالية للدولة، فإن ما يقوم به المستثمرون الأجانب من جهود لتطوير المؤسسات موضوع الخوصصة، وتوسيع أنشطتها وزيادة قدرتها التنافسية، يعتبر بصفة عامة من المنافع الإدارية والتقنية المصاحبة لهذه الاستثمارات.؛

– استقطاب الأموال المغربية في المهجر: من أهم المحفزات لعودة الأموال المغاربية المستثمرة في الخارج التحسن المستمر في البيئة الاقتصادية لدول المغرب العربي؛

– الاهتمام بعنصر الترويج للاستثمار في الأسواق المالية المغاربية: عن طريق بث الوعي الاستثماري وتقديم خدمات الترويج للاستثمار، واستخدام تقنيات الترويج الحديثة وزيادة استخدام البريد الإلكتروني في خدمات التسويق عبر إرسال النشرات التعريفية، والبيانات الصحفية والأحداث الهامة والتشريعات المستحدثة بشكل فوري و دوري للمشتركين؛

– تنمية الموارد البشرية في دول المغرب العربي: إن عملية جذب مزيد من الاستثمار الأجنبي يتطلب تنمية العنصر البشري وتوعيته والارتقاء بمستوى مهاراته، وبصفة خاصة تطوير وخلق الكفاءات والكوادر (رأس المال البشري) القادرة على توليد التكنولوجيا الأكثر ملاءمة.

تؤكد ورقة نشرها صندوق النقد الدولي، وجود علاقة طردية بين الاستثمار الأجنبي والنمو تبعا لمحددات رأس المال البشري.

الفرع الثاني: **سبل زيادة العرض للتعامل في الأسواق المالية**: من أجل تنشيط الأسواق المالية إضافة إلى رفع الطلب، لا بد من التفكير في رفع العرض عن طريق زيادة الإصدارات أو الإصدار الجديد. وحتى يتسنى إغراء العارضين للتعامل في السوق المالي لابد من توفر ثلاثة عوامل:

– عامل الثقافة البورصية؛

– عامل الثقة؛

– عامل الامتيازات الناتجة عن التمويل المباشر بواسطة السوق المالي.

ـ إضافة إلى عمليات الخوصصة

1 ـ عامل الثقافة البورصية: غالبا ما نجد تخوف المستثمر الخاص والشركات الخاصة من التعامل على مستوى البورصة، ويرجع ذلك أساسا لجهل هؤلاء بآلية التعامل عن طريق الأسواق المالية وبأنها قناة تمويلية، وعدم رغبتهم في الإفصاح عن بيانات الشركة المحاسبية والمالية وعدم رغبتهم في المشاركة في إدارة شركاتهم.

من أجل تحطيم هذا الجليد الذي يحول دون إمكانية هذه الشركات، التمتع بطرق تمويل مناسبة لطموحاتهم والاستفادة من المزايا التي يمكن الحصول عليها من خلال السوق المالي.

2– عامل الثقة: يحتاج المستثمرون إلى ضمانات متعلقة باستقرار الاقتصاد الكلي واستقرار السوق نفسه، وإلى التنظيم المحكم والمراقبة والمتابعة، إلى حسن ختام العملية في البورصة من جهة، وفعالية النظام الذي لا يسمح بتجاوزات قد تؤدي إلى خسائر من جهة أخرى.

3– عامل الامتيازات الناتجة عن التمويل المباشر بواسطة السوق المالي: من أجل إغراء المستثمرين لدخول السوق والتعامل عن طريقه، يمكن تقديم عدة مزايا يستفيد من خلاله المستثمرون.

– تعديل الأنظمة الضريبية: في إطار تشجيع المستثمرين للجوء إلى التعامل عن طريق سوق الأوراق المالية، يمكن استخدام السياسة الجبائية كعامل تحفيزي من خلال امتيازات تتمثل في تخفيض الضريبة أو إلغاء بعض منها؛ كالضرائب على العوائد الجارية، والضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية، وذلك بهدف تشجيع التعاملات المالية وجذب الاستثمارات الأجنبية.

ـــ توفير الخدمات المالية: من خلال تسهيل إجراءات التقييد بالبورصة وتبسيطها وكذلك تسهيل إتمام الصفقات، الحصول على المعلومات الضرورية المتعلقة بعمليات معينة؛ مع الحصول على النصائح والتوصيات إذا ما احتار في توظيف أمواله؛ وهي تعد من الخدمات التي تتكفل بها الهيئات المكونة لسوق رأس المال.

– الحد من التكاليف والعمولات عند التعامل عن طريق السوق: يجب أن لا يجد المستثمرون عبئا يتحملونه عند التعامل من خلال سوق الأوراق المالية، فكلما ارتفعت العمولات المدفوعة كلما تقلصت الإيرادات المرجو الحصول عليها من خلال السوق، بينما كلما وجد المستثمر توفر الخدمات المجانية أو بعمولات لا تعد عبئا يؤثر على ربحيته، نكون قد أزحنا عاملا من شأنه أن يكون سببا في عزوف المستثمرون ولوج السوق.

4 ــ التوسع في برنامج الخوصصة: التي يمكن من خلالها تعزيز عرض وتداول الأوراق المالية، وتنفيذ عمليات البيع المباشر للمستثمرين الإستراتيجيين، أو لشركات وصناديق الاستثمار، أو عن طريق البيع بالمزاد العلني.

الفرع الثالث: الربط و التعاون بين البورصات المغاربية: على الرغم من التقارب الجغرافي الذي يجمع بين البورصات المغاربية، فإن درجة التعاون والتنسيق رغم أهميتها في الظروف العالية فيما بينها، فهي تكاد تكون منعدمة، مما يبين بوضوح أن هذه البورصات لا تتوفر على ترابط فيما بينها، عكس البورصات الإقليمية الدولية على الصعيد القاري في أوربا وأمريكا والخليج العربي ودول جنوب شرق آسيا. ومن المفارقات أن إدارة البورصات المغاربية تعمل على ربط علاقات مع بورصات أجنبية بعيدة عنها جغرافيا وتهمل التعاون والتنسيق الثنائي والجماعي فيما بينها بشكل واضح.

المطلب الثالث: تحديات الأسواق المالية المغاربية في تحقيق الكفاءة

لقد أمكن بفضل الجهود الكبيرة التي بذلت في السنوات الأخيرة في كل من الجزائر، المغرب وتونسفي تحقيق درجة نسبية من الاستقرار الكلي الاقتصادي، انعكست في مستويات مقبولة للعجوزات الميزانية، ومعدلات منخفضة للتضخم، وأوضاع موازين مدفوعات قابلة للاستمرار نسبيا، كما نجحت في استعادة معدلات النمو الايجابية. إلا أنه وبعد عشريتين من الإصلاحات في إطار التحول إلى النظام الرأسمالي، وفي إطار تعزيز ونمو وتطوير القطاع الخاص، لا بد من تنفيذ إصلاحات أوسع نطاقا وأكثر عمقا، تتضمن الإسراع في عملية خوصصة المؤسسات العامة المتبقية، وترقية البنية التحتية وتحسين الخدمات العامة وتحديث النظام المالي، بالإضافة إلى المحافظة على بيئة اقتصادية كلية مستقرة.

يتضح جليا إدراك السلطات لكل من البلدان المغاربية، بضرورة تشجيع الكفاءة التشغيلية لقطاعها المالي، لذلك اتخذت عددا من الخطوات للبدء بتعزيز قدرات هذا القطاع، حيث تظهر أن الحاجة تقتضي أن تتجاوز مجرد امتلاك المعرفة الأساسية حول الإدارة المالية. ولضمان فاعليتها، فإن عملية تعزيز القدرات يتعين أن تتضمن توفير التدريب العالي للتمكن من مواكبة التغييرات المتسارعة والمتطورة في صناعة الخدمات المالية.

ينطبق هذا الأمر بصورة خاصة في ضوء التغييرات المتسارعة التي تشهدها صناعة الخدمات المالية العالمية في السنوات الأخيرة، والناتجة عن إزالة القيود التنظيمية والتقدم في تكنولوجيا المعلومات والعولمة.

لقد أدت هذه الأمور التي يعكسها النمو في استخدام الإنترنت والخدمات المالية، والتجارة الالكترونية، إلى تغيير الممارسات المالية بصفة جوهرية، وعليه فإنه على المؤسسات المالية في دول المغرب العربي، التكيف مع هذه المتغيرات من أجل تحسين خدماتها ولتكون على استعداد لمقابلة وتوفير متطلبات العولمة من أجل إمكانية اندماجها.

من جهة أخرى، فإن عملية تعزيز القدرات يجب أن تتجاوز نطاق المؤسسات المالية والعاملين فيها، من أجل تعزيز الوعي العام والثقافة المالية.

الخلاصة

عرف الاقتصاد المغاربي حركة إصلاح، تمثلت في الانفتاح على الأسواق أو ما يعرف بالانتقال إلى اقتصاد السوق وفتح سوق رأس المال وهو الأمر الذي يسمح للمؤسسات بتنويع مصادر تمويلها وتقليل التكاليف، حيث كان الهدف من هذه الإصلاحات في إطار الانتقال إلى الاقتصاد الحر فتح رأسمال الشركات العمومية وخوصصتها عن طريق سوق الأوراق المالية لتزويدها بأموال تسمح لها بمشاركة واستثمار أكبر في الاقتصاد الوطني، و يعني فتح رأسمال لشركات المخوصصة الاستفادة من المصادر الداخلية و الخارجية أي توسيع الطاقة التمويلية للمؤسسة وبالتالي زيادة مساهمتها في الاستثمار الوطني مما يحقق النمو.

غير أنه بالاسقاط على الواقع أعطت نتائج الدراسة على الثلاث أبعاد أن السوق المالي المغربي يتصدر في أداءه الأسواق الأخرى، إلا أنه يبدو جليا أن الأهداف لم يتم بلوغها بعد على مستوى كل من الأسواق الثلاثة.

فعلى صعيد الخوصصة يعاني السوق الجزائري ركودا طويلا منذ افتتاحه و خوصصة جزئية لشركتين، بحيث لم يلعب السوق دورا يذكر في هذه العملية، بينما خوصصة الشركات العمومية عن طريق السوق المغربي قدرت بـــ14% وتلك عن طريق السوق التونسي بـــ 3% من إجمالي الشركات المخوصصة.

أما على صعيد مساهمة هذه الأسواق في الاستثمار الوطني نجد السوق المغربي يساهم في المتوسط بنسبة 30%، السوق التونسي بنسبة 7%، في حين مساهمة السوق الجزائري تعتبر قيمتها مهملة.

في حين و نتيجة مجهودات الدولة المغربية و نظيرتها التونسية في استقطاب رأس المال الأجنبي ، نجد رأس المال الأجنبي يمثل 30% من الرسملة البورصية المغربية، و 20% من الرسملة التونسية. خلال الفترة المدروسة، بينما تنعدم المشاركة الأجنبية في تعاملات الأوراق المالية على مستوى السوق المالي الجزائري خلال كل فترة الدراسة.

وأخيرا يمكن القول أنه على الرغم من التقارب الجغرافي الذي يجمع بين البورصات المغاربية، فإن درجة التعاون والتنسيق تكاد تكون منعدمة، مما يبين بوضوح أن هذه البورصات لا تتوفر على ترابط فيما بينها، عكس البورصات الإقليمية الدولية على الصعيد القاري في أوربا وأمريكا والخليج العربي ودول جنوب شرق آسيا. ومن المفارقات أن إدارة البورصات المغاربية تعمل على ربط علاقات مع بورصات أجنبية بعيدة عنها جغرافيا وتهمل التعاون والتنسيق الثنائي والجماعي فيما بينها بشكل واضح.

الخاتمة العامة

توفر أسواق الأوراق المالية قنوات دخول سليمة أمام الأفراد ولا سيما صغار المستثمرين، كما أنها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول، وتحقق جملة من المنافع الاقتصادية منها منافع الحيازة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب. كما تمثل حافزاً للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق، على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها، مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم هذه الشركات، وكلما كانت أسواق الأوراق المالية فعّالة، كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق رسالتها الحيوية في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة وذلك من خلال:

- توفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين، من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة.
- القدرة على توفير وإعادة تدوير كما مناسبا من الأموال، لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، ودعم الاستثمارات ذات الآجال المختلفة.
- رفع درجة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في أسواق الأوراق المالية، وتحويلهم إلى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد الوطني.
- المساعدة في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد، من خلال تمويل الفرص الاستثمارية التي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج، وبالتالي رفع مستويات التشغيل والتوظيف، وبالتالي تحقيق مستويات أفضل للدخول سواء على المستوى الفردي أو المستوى الوطني.
- تمويل عملية التنمية الاقتصادية، وذلك بمساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الجمهور لأغراض تمويل مشروعات التنمية والإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي لديها.

لقد أدى التطور التكنولوجي السريع إلى التأثير على الأسواق المالية، من خلال التغيير الذي مس طرق التداول وأنواع المنتجات المتداولة في السوق، بما يكفل التقليل من تكاليف المعاملات والسرعة مع الدقة في التنفيذ.

تعتبر درجة كفاءة البورصات معيارا لقدرتها على تأدية وظائفها، ولن تتحقق هذه الكفاءة إلا إذا عكس السوق المعلومات الوافدة إليه وتوقعات خبرائه فيما يتعلق بأسعار التداول اليومية.

يتم الاعتماد على مؤشرات تخص بالدرجة الأولى مدى سيولة السوق وحجمه، لتحديد درجة كفاءة السوق، بالإضافة إلى درجة التكامل مع الأسواق الدولية المالية ومستوى الهيكل التنظيمي والتشريعي للسوق المالي.

يعتمد المستثمر في الأوراق المالية على المعلومات المتوفرة حول الورقة التي يسعى إلى اقتنائها لاتخاذ قرار الاستثمار، سواء كنت تلك المعلومات على المستوى المحلي، من خلال دراسة الشركة المصدرة للأوراق المالية والقطاع الذي تنتمي إليه، أو من خلال التحولات الدولية، حيث يؤدي الترابط والتكامل بين الأسواق المالية، إلى ارتفاع تأثير الأسواق على بعضها البعض، وتساهم دراسة السوق المالي من خلال أنواع التحاليل المختلفة في تعزيز رشادة قرارات الاستثمار.

لقد كانت لحركة التحرر المالي التي شهدها العالم، دورا في ظهور أسواق الأوراق المالية على درجة كبيرة من التطور في الدول النامية، أطلق عليها مصطلح الأسواق المالية الناشئة، وقد أدى ظهورها إلى استقطاب المستثمرين نحوها، نتيجة للعوائد الكبيرة المحققة على مستواها، باعتبارها مصدر تنويع لمحافظهم. لقد لعبت هذه الأسواق دورا كبيرا في تنمية اقتصاديات تلك الدول، نظرا للتدفقات المالية الكبيرة نحوها، كما عملت على مواكبة أي تطور في عالم الأسواق المالية، سعيا للوصول إلى الاندماج مع أكبر الأسواق العالمية.

في ظل هذه التحولات وجدت كل من الجزائر، المغرب وتونس نفسها أمام خيار واحد، هو فتح أسواقها المحلية وتحرير اقتصادياتها، لمواكبة متطلبات ظاهرة العولمة، حيث سعت إلى إصلاح القطاع المالي الذي يشكّل إنشاء وتحديث أسواقها المالية.

شهد عقد التسعينيات من القرن العشرين ثورة قانونية في القطاع المالي، بهدف إعطاء الأسواق المالية في البلدان الثلاثة دفعة جديدة نحو تحقيق التنمية المنشودة، حيث تم في هذا الإطار إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر وإعادة بعث للبورصات القائمة في كل من المغرب و تونس.

اختبار الفرضيات:

- تتحقق كفاءة سوق رأس المال إذا انعكست كل المعلومات المتعلقة بقيمة معينة على سعرها آنيا، دون إمكانية استفادة فئة معيّنة من المستثمرين منها وتحقيق أرباح غير عادية.(تحقق الفرضية)
- يرتبط مفهوم الأسواق المالية الناشئة بالنمو الاقتصادي للبلدان التي تنتمي إليها، وبالتالي توجد علاقة بين نمو الأسواق المالية والتنمية الاقتصادية. (تحقق الفرضية)
- تم إنشاء بورصة الدار البيضاء سنة 1929 وبورصة تونس سنة 1937 غير أن الإصلاحات الفعلية لهذين السوقين، لم تتم إلا ابتداء من بداية التسعينيات والتي تزامنت مع فترة إنشاء سوق مالي في الجزائر، وبالتالي لا علاقة لأقدمية السوقين المغربي والتونسي في تفوقهما على السوق الجزائري، إذ لم يكن لهما دورا بارزا قبل الإصلاحات. وعليه انطلاق الأسواق الثلاثة المغاربية كان في نفس الحقبة. (عدم تحقق الفرضية)

– عند دراسة كفاءة الأسواق المالية المغاربية يظهر عامل عدم الكفاءة من خلال محدودية عدد المتدخلين في السوق، مع ارتفاع درجة التركيز، مما يؤدي إلى سيطرة مجموعة من الشركات على اتجاه السوق، بالإضافة إلى عدم وجود صرامة في تطبيق العقوبات على المؤسسات التي لا تلتزم بنشر المعلومات في الوقت المحدد، وبالتالي وجود تفاوت بين وصول المعلومة وانعكاسها على الأسعار. (تحقق الفرضية)

– من خلال هذه الدراسة، اعتبرنا المؤشرات التالية مقياسا لتحديد مساهمة السوق المالي المغاربي في التنمية الاقتصادية:

– الرسملة البورصية؛

– الخوصصة عن طريق البورصة؛

– تمويل الاستثمارات الوطنية عن طريق البورصة؛

– الاستثمار الأجنبي في قيم البورصة.

وتم صياغة النتائج على هذا الأساس كما يلي:

1– الرسملة البورصية:

قدّرت الرسملة البورصية المغربية سنة 2011 لعدد 76 شركة مسعرة بـــ 60 مليار دولار أمريكي أي بنسبة 67 % من الناتج المحلي الإجمالي.

في حين تقدر الرسملة البورصية في تونس لعدد 52 شركة سنة 2011 بـــ 10 ملايير دولار أمريكي أي بنسبة 24 % من الناتج المحلي الإجمالي.

بينما في الجزائر والتي تضم بورصتها سنة 2011 ثلاث شركات مسعرة، فقد بلغت الرسملة البورصية 15 مليار دج، أي أقل من ملياري دولار أمريكي، بنسبة أقل من 0.1 % من الناتج المحلي الإجمالي.

نلاحظ أن البورصة المغربية أصبحت تلعب دورا هاما في الاقتصاد المغربي، و تؤدي نظيرتها التونسية دورا مميزا، أما في الجزائر فمساهمتها تكاد تكون معدومة في تكوين الدخل الإجمالي الوطني.

2– الخوصصة عن طريق البورصة :

ساهمت بورصة الدار البيضاء في عملية خوصصة الشركات، محققة مداخيل بنسبة 20% من مجموع حصيلة الخوصصة.

بينما قدّرت نسبة مداخيل خوصصة الشركات عن طريق البورصة التونسية بالنسبة إلى إجمالي مداخيل عملية الخوصصة بـــ 3.13 %.

في حين استبعدت البورصة الجزائرية من عمليات الخوصصة التي شهدتها الشركات الجزائرية خاصة، والتي شهدت بشكل مكثّف خاصة خلال الفترة 2003-2008.
اتسمت مساهمة بورصة المغرب في عمليات الخوصصة بالتواضع في حين كانت مساهمة بورصة تونس جد ضعيفة و في الجزائر شبه معدومة.

3- تمويل الاستثمارات الوطنية عن طريق البورصة:

تقدر مساهمة بورصة الدار البيضاء في تمويل الاستثمار الخاص لسنة 2011 في حدود 30 %.
بينما تقدّر في تونس هذه النسبة لنفس السنة بـــ 2.3 % مقابل 9 % سنة 2009.
في حين نجد مساهمة البورصة في تمويل الاستثمار الخاص الوطني مهملا، وتقترب قيمته من الصفر.

تؤدي بورصة الدار البيضاء دورا لا يستهان به فيما يتعلق بتمويل الاستثمارات الوطنية المغربية، بينما مساهمة البورصة التونسية في ذلك أقل شانا، و تعتبر مساهمة بورصة الجزائر شبه معدومة.

4- الاستثمار الأجنبي في قيم البورصة:

تولي البورصة المغربية أهمية كبرى لاستقطاب الاستثمار الأجنبي، حيث تقدّر الرسملة البورصية الأجنبية لسنة 2011 بنسبة 28.6 % من إجمالي الرسملة البورصية.
في حين تقدر هذه النسبة في بورصة تونس لنفس السنة بـــ 20.22 % من رسملة البورصة .
غير أن التشدد في التشريع الخاص بالاستثمار البورصي الأجنبي حال دون انجذاب الاستثمارات الأجنبية لقيم بورصة الجزائر.

نلاحظ من خلال الدراسة الاستقطاب الهام للمدخرات الأجنبية على مستوى كل من بورصتي المغرب وتونس مع انعدامها على مستوى بورصة الجزائر.

وبالتالي يظهر جليا الدور الهام الذي أصبحت تؤديه بورصة المغرب ومساهمتها في تحقيق التنمية الاقتصادية، وكذا الأمر بالنسبة للبورصة التونسية التي تشهد من سنة لأخرى تطورات بخطى ثابتة ومستقرة، عكس البورصة الجزائرية التي لا نسجّل تأثيرا لها فيما يتعلق بالمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية الوطنية.

النتائج العامة:

يعتبر المغرب الدولة الرائدة في تطبيق إستراتيجيات الإصلاحات على مستوى سوقه المالي، حتى وإن كان ما يزال ضيقا وقلة المنتجات المتداولة فيه، إلا أن إنكار الإنجازات التي شهدها هذا السوق يعتبر إجحافا في حق المجهودات المبذولة من طرف السلطات لتحقيق ذلك.

كذلك السوق التونسي الذي يسجل تطورات إيجابية لكن بأقل درجة من نظيره المغربي، أما السوق المالي في الجزائر الذي كانت نشأته في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي، عرف على مستوى الممارسة انطلاقة صعبة أعاقت سير عمله، وذلك لعدم توفر الشروط الضرورية لنشاطه والبيئة المناسبة لتفعيله : الظروف الاقتصادية والسياسة للبلد، وغياب ثقافة البورصة لدى المتعاملين الاقتصاديين وجمهور المستثمرين، بسبب حداثة الفكرة لديهم وعدم وضوحها، بالإضافة إلى ضعف الوساطة المالية في الاستثمار في الأوراق المالية ونقص تخصصها.

لقد اقتصرت عمليات الخوصصة من خلال البورصة على ثلاث عمليات جزئية، خصّت ثلاث شركات، الشيء الذي ساهم في إحجام شركات القطاع الخاص نفسها عن إدراج أسهمها في هذا السوق، وجعل من السوق المالي الجزائري في مؤخرة البورصات المغاربية والعربية، التي عرفت خلال نفس الفترة الكثير من التطور والإنجازات.

إن الخاصية الرئيسية للقطاع المالي في الجزائر تتمثل في بقائه ذو طابع مصرفي، حتى وإن كان الجانب السندي في السوق المالي قد تطور بشكل سريع منذ سنة 2004 ليبلغ مع نهاية سنة 2007 مستوى 3.1 % من الناتج الداخلي الخام خارج المحروقات. ويبقى القطاع المصرفي القناة الرئيسية لتمويل المؤسسات والعائلات، مع ضمان سياق اقتصاد كلي مفرط في الادخار على حساب الاستثمار.

من خلال دراسة الأسواق المالية في الدول المغاربية: الجزائر، المغرب و تونس، ونظرا للتفاوت في درجة النمو، خصوصا بين السوق المالي الجزائري والسوقين المغربي والتونسي، يمكن أن نطرح اقتراحات متفاوتة بالنسبة لهذه الأسواق.

فبالنسبة للسوق المغربي والتونسي:

– الاستمرار في الإصلاحات الاقتصادية مع تنفيذ المزيد من عمليات الخوصصة، بما يزيد من عدد الشركات المدرجة ورسملة البورصة والأوراق المالية المتداولة. فإذ علمنا أن برامج الخوصصة في المغرب مست 72 شركة حتى نهاية 2007 من مجموع 114 شركة طرحت للخوصصة، وأن 4 شركات فقط مستها عملية الخوصصة من مجموع 17 شركة طرحت للخوصصة خلال سنة 2007 في تونس، نجد أن الفرصة مازالت قائمة في البلدين لإجراء عدة عمليات عن طريق السوق المالي، خاصة مع نجاح العمليات التي تمت في السابق.

- استهداف المؤسسات كبيرة الحجم والمعروفة، التي تعمل في قطاعات اقتصادية حيوية ، من أجل خوصصتها أو لإغرائها بطرح أسهم للتداول من خلال البورصة، لأن تأثيرها على نمو السوق يكون كبيرا، خاصة بالنسبة لتونس التي استبعدت هذه الشركات من الخوصصة، خاصة وأننا رأينا كيف أثّرت عملية خوصصة شركة اتصالات المغرب(2004) وشركة الطيران التونسية (1995) على السوق المالي.

- فتح رأس مال المؤسسات المطروحة للخوصصة بين المستثمرين الاستراتيجيين (مجمعات خاصة، مستثمرين مؤسساتيين) بما لا يقل عن 50 % مع إتاحة فرصة أكبر للجمهور الواسع (ما لا يقل عن 30 %)، وذلك بغرض ضمان نواة مساهمة صلبة واستمرار المشروع من جهة، وضمان المساهمة الجماهيرية ومساهمة أصحاب المدخرات الصغيرة من جهة أخرى بما يضمن توسيع الملكية.

- عملت كل من المغرب وتونس على تشجيع الاستثمار الأجنبي من خلال الإصلاحات التشريعية، في هذا الصدد يمكن الاستفادة من تجارب بعض الدول المتطورة (مثل بريطانيا)، وبعض الدول العربية (مثل الكويت)، في وضع سقف محدد لمساهمة الأجانب بما يضمن عدم السيطرة الأجنبية على المشاريع المحلية، وبالتالي استبعاد مزايا توسيع الملكية.

- يلاحظ في الأسواق المالية في كل من المغرب وتونس، نقصا كبيرا في المعروض من الأوراق المالية مقارنة مع ما يجب أن يكون عليه سوق مالي تمت نشأته منذ سنوات عديدة، كما أن زيادة عدد الشركات المقيدة في البورصة ليس هدفا في حد ذاته، بقدر ما هو وسيلة لزيادة عرض وتنويع الأوراق المالية، بما يجلب مزيدا من المدخرات إليها، تمكّن من استيعاب الإصدارات الجديدة والأوراق المالية للشركات المطروحة للخوصصة. ويمكن للدولتين زيادة المعروض من خلال عدة أساليب أهمها:

- تشجيع دخول المزيد من الشركات الخاصة والإصدارات الجديدة لشركات المساهمة، فالاقتصاد في كلا البلدين، يتوفر على الكثير من الشركات التي تتوفر فيها شروط الدخول إلى السوق المالي، لكنها مازالت مترددة في فتح رأسمالها للجمهور. في هذا الصدد يمكن مواصلة التحفيزات الجبائية المصاحبة لإدراج الشركات، أو زيادة العبء الضريبي على الشركات التي تبقى مغلقة في إطار الطابع العائلي.

- تجزئة القيمة الاسمية للأوراق المالية المسعرة وتنويع هذه الأوراق (أسهم ذات أولوية التوزيع، أسهم بدون حق التوزيع، سندات قابلة للتحول إلى أسهم...) وتطوير منتجات مالية جديدة (المشتقات)، بهدف جلب صغار المدخرين وإتاحة الفرصة لمختلف المستثمرين للمفاضلة بين العوائد والمخاطرة.

- تطوير مهنة الوساطة المالية وعدم اقتصارها على البنوك، التي تشكل منافسا للأسواق المالية وليس حليفا لتطويرها بشكل أساسي، والمؤسسات المالية التي تميل إلى الاستثمار في الأوراق المالية لحسابها الخاص، وهي بذلك تعرقل انتشار وتداول هذه الأوراق.

أما بالنسبة للسوق المالي الجزائري:

- متابعة برنامج الإصلاح الاقتصادي بشكل يسمح بتحقيق التوازنات الاقتصادية وتخفيض نسبة التضخم، ومحاربة الاقتصاد الموازي من خلال تنظيم مهنة الضريبة بشكل يعمل على تبسيط الجباية ورفع مرد وديتها، دون المساس بمبدأ العدل الجبائي. بالإضافة إلى تخفيض معدلات الفائدة على الودائع بما يسمح بتحول التوظيفات المصرفية إلى الاستثمار في السوق المالي.

- الاعتقاد بأهمية وجود سوق مالي في الاقتصاد يكون بديلا للتمويل المباشر، والعمل على إصلاحه وتطويره، بالاعتماد على خبرات الدول المجاورة والخبرات الدولية، خاصة في مجالات الوساطة المالية وخوصصة المؤسسات العمومية، والأخذ بعين الاعتبار الأبحاث والدراسات المنجزة من خلال مختلف الاقتراحات والتوصيات التي تعنى بتفعيل السوق المالي الجزائري.

- إصلاح النظام المعلوماتي ونشر الثقافة البورصية بين مختلف المتعاملين الاقتصاديين، سواء كانوا طالبين أم عارضين، وذلك من خلال بث الحصص المتلفزة الخاصة بالسوق المالي، نشر صحف مالية مختصة، وترسيخ هذه الثقافة عن طريق برامج تطبيقية ودراسات ميدانية لدى الطلبة في الجامعات ومعاهد التكوين، والأخذ بالتجربة المغربية بإنشاء مدرسة البورصة على مستوى بورصة الجزائر، تقدم حصصا مجانية للعوام للتعريف بالبورصة والعمليات على مستواها بهدف تسهيل الاحتكاك بين الجمهور (المدخر أو المستثمر) والسوق.

- الاستفادة من التجربتين المغربية والتونسية في مجال التحفيزات الجبائية، التي تدفع الشركات الخاصة إلى فتح رأسمالها للجمهور والتحول من شركات ذات مسئولية محدودة إلى شركات ذات أسهم. ومن أهم هذه التحفيزات: تخفيض الضرائب على أرباح الشركات ومنح إعفاءات ضريبية مؤقتة للشركات المدرجة في البورصة.

- تجزئة سوق البورصة، مستفيدة في هذا الصدد من تجارب المغرب وتونس، وحتى مصر والأردن، حيث يمكن إنشاء سوق غير رسمي، تكون شروط الإدراج فيه أخف من شروط الإدراج في السوق الرسمي، بهدف تمكين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الحصول على التمويل، تمهيدا لإدراجها في السوق الرسمي من جهة، وتمكينها من التمهين والتكوين فيما يتعلق بالتعامل البورصي، الأمر الذي يحقق ويسمح بوجود مؤسسات مدربة عند التحاقها بالسوق الرسمي.

- يبقى الأمل دائما في تطوير السوق المالي في الجزائر على خوصصة المؤسسات العمومية، ولا يمكن ذلك إلا من خلال خوصصة المؤسسات العمومية التي تتميز بالمراكز المالية الجيّدة، عوض خوصصة المؤسسات المفلسة التي تحول دون تطور سوق البورصة. نوصي في هذا الصدد بخوصصة جزئية لشركات القطاعات التي بإمكانها إعطاء دفع لتطوير السوق المالي مثل شركة النقل الجوي، الاتصالات، المؤسسات المالية، وذلك بطرح نسبة تتراوح بين 20 % إلى 40 % من رأسمال الاجتماعي للتداول في

البورصة، ثم مواصلة خوصصتها، بحسب ما تسفر عنه نتائج العمليات السابقة، سواء بالنسبة لشركة معينة أو بالنسبة لقطاع معين.

– تشجيع الاستثمار الأجنبي على مستوى السوق المالي الجزائري، من خلال بيع الأسهم لمستثمرين استراتيجيين (من 50 ٍ% إلى 60% من رأس المال)، وذلك يسمح بإغراء المستثمر الأجنبي وتوفير النقد الأجنبي، حيث أظهرت التجربة في كل من المغرب وتونس أنه يمكن أن تعطي عمليات الخوصصة الجزئية على عدة مراحل ضمانات لمتعاملين أجانب، تخص إمكانية أخذ الأغلبية في مؤسسات هامة (مثل حصول الشركة الفرنسية فيفندي على 35 % من أسهم شركة اتصالات المغرب، ثم حصولها على 16% من أسهم الشركة نفسها).

– نوصي بالنسبة للشركات التي تمت خوصصتها، بطرح أجزاء أخرى من رأسمالها في البورصة، وبالنسبة للمؤسسات الكبيرة الحجم والحساسة في الاقتصاد الوطني (الطاقة) فنقترح فتح جزء من رأسمالها للجمهور الواسع و المستثمرين (من 10% إلى 20%)، فهذه العمليات يمكنها التأثير بشكل كبير على رسملة البورصة وأحجام التداول.

إضافة إلى التقارب الجغرافي، يوجد تقارب زمني من خلال الإصلاحات التي عرفتها البورصات الثلاثة مما يمكننا القول أن لديهم نفس زمن الانطلاقة، مما يسهل عملية الترابط من خلال الشراكات والتعاون بإنشاء شبكة اتصالات مغاربية متطورة توفر المعلومات الكافية والحديثة عن الأوراق المالية المتداولة في جميع الأسواق، أيضا إنشاء شركة مساهمة عربية للوساطة المالية، تساعد كثيرا على انفتاح الأسواق المالية العربية وزيادة ارتباطها ضمانا لتدفق رؤوس الأموال.

آفاق الدراسة

كانت هذه أهم التوصيات والاقتراحات التي رأيناها مهمة في تفعيل السوق المالي المغاربي خاصة الجزائري منه، الذي نطمح أن نراه يرقى ويلعب دوره في تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، محققا استغلالا أكبر للموارد المالية المتاحة وغير المستغلة وتوجيهها للقطاعات الأكثر كفاءة.

وهذا بدوره يدفعنا لطرح تساؤلات أخرى مثل: ما مدى تحقق صيغ الكفاءة على مستوى الأسواق المالية المغاربية؟ وهل يمكن الحديث عن تكامل بين هذه الأسواق؟

قائمة المراجع

قائمة المراجع باللغة العربية:

قائمة الكتب

- أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006
- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل و إدارة، دار المسيرة، عمان، الأردن،2004
- أسامة الفولى، زينب عوض الله، اقتصاديات النقود و التمويل، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية ، 2005
- أسماء منهوب، العولمة المالية وأثارها على كفاءة الأسواق المالية، المركز الأكاديمي للكتب الجامعية، حلب، سوريا،2007
- الزبيدي حمزة محمود،الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، الأردن،عمان،2001
- الكسندر ديفدسون،المضاربة في البورصة، القاهرة،قسم الترجمة بدار الفاروق،2002
- أنطوان الناشف – خليل الهندي ،العمليات المصرفية و السوق المالية : الجزء الثاني ، المؤسسة الحديثة للكتاب،طرابلس–لبنان ،2000
- حسني خربوش و آخرون، الأسواق المالية مفاهيم و تطبيقات، عمان/ الأردن، 1998
- حسين بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها–تنظيمها–أدواتها المشتقة)، دار الكندي، 2002
- حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراقة للنشر والتوزيع، عمان الأردن،2004
- حمزة محمود الزبيدي،إدارة الاستثمار و التمويل،دار عمان للنشر والتوزيع،عمان،2000
- ساسي عفيف حاتم، التجارة الخارجية بين التنظير و التنظيم، الدار المصرية اللبنانية،القاهرة،1991
- سامي حطاب، تطور الأسواق المالية العربية – فرص التكامل و التنافس–،الملتقى السنوي الثاني لسوق رأس المال الفلسطيني ، نابلس 2008.
- سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة،1999
- سعيد سامي الحلاق و محمد محمود العجلوني، النقود و البنوك و المصارف المركزية، اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن: عمان، 2010
- سمير عبد الحميد رضوان،أسواق الأوراق المالية و دورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالي للفكر الإسلامي،1996

- صبحي تادرس قريصة، اقتصاديات النقود و البنوك، القاهرة، 1993
- صلاح الدين السيسي، دراسات نظرية و تطبيقية: قضايا اقتصادية معاصرة، دار غريب للطباعة و النشر والتوزيع، القاهرة،2003
- صلاح الدين حسن السيسي، "بورصات الأوراق المالية" ، عالم الكتاب، القاهرة، 2003
- صلاح السيد جودة،بورصة الأوراق الماليةعلميا و عمليا، الإسكندرية: مطبعة الإشعاع الفنية،2000
- ضياء مجيد الموساوي، أسواق رأس المال و أدواتها:الأسهم و السندات، الجزائر،1998
- طارق عبد العال، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية، كلية التجارة، عين شمس،2006
- عادل محمد رزق،الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية(من منظور إداري ومحاسبي)،دار طيبة للنشر،2004
- عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها،دار الفكر الجامعي، الإسكندرية 2008
- عاطف وليم اندرواس، أسواق الأوراق المالية، الإسكندرية 2006
- عبد الحافظ السيد البدوي ، إدارة الأسواق و المؤسسات المالية- نظرة معاصرة -، دار الفكر العربي، القاهرة
- عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص ، أسواق المال الدار الجامعية ، الإسكندرية 2003
- عبد الغفار حنفي، أسواق المال و تمويل المشروعات،الإسكندرية:الدار الجامعية،2005
- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية،2004
- عبد الغفار حنفي، الأسواق المالية، الإسكندرية:الدار الجامعية، 2006
- عبد المنعم السيد علي، نزار سعد العيسى، النقود و المصارف و الأسواق المالية، دار الحامد للنشر، عمان، الأردن ط1، 2004
- عبد النافع الزرري وغازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان الأردن، 2009
- عبد النافع الزرري، الأسواق المالية، عمان: ، 2000
- عدنان الهندي، دور المصارف العربية في تنشيط التداول بالبورصات العربية، بيروت:إتحاد المصارف العربية،1994
- عربي مذبولي :مقومات الأسواق الصاعدة و دورها في جذب الاستثمارات الأجنبية
- علاء الدين حسن عواد، تحليل تغيرات أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية، مركز بحوث الشرق الأوسط، القاهرة، جامعة عين شمس، 1999
- عمر صقر، العولمة و قضايا اقتصادية معاصرة، الإسكندرية، الدار الجامعية،2003
- فريد النجار ،" البورصات و الهندسة المالية "، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 1999
- فليح حسن خلف، الأسواق المالية،عمان: عالم الكتب الحديث،2006

- قتيبة عبد الرحمان العاني، الأداء الاقتصادي العربي و سوق رأس المال،دبي،2004
- محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، القاهرة،1996
- محفوظ جبار، البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية، الجزائر: دار هومة ، 2002
- محمد سويلم، إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر و التوزيع، الدقي 1993
- محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية بالإسكندرية،1997
- محمد صالح الحناوي، تحليل و تقييم الأسهم و السندات، الدار الجامعية،الإسكندرية،2000
- محمد صالح الحناوي، تحليل و تقييم الأوراق المالية، الإسكندرية:الدار الجامعية،2002
- محمد صالح الحناوي، جلال العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية بالإسكندرية، 2002
- محمد عبده مصطفى، تقييم الشركات و الأوراق المالية، الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر 1998
- محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم، الدار الجامعية الجديدة للطبع، الإسكندرية، 2006
- محمود محمد الداغر،الأسواق المالية،مؤسسات،أسواق،بورصات، دار الشروق للنشر التوزيع،الأردن،2007
- مروان عطون " الأسواق المالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد و المال الجزء الثاني
- مصطفى رشدي شيحة، الاقتصاد النقدي و المصرفي و البورصات، الإسكندرية: الجامعة الجديدة للنشر، 1998
- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف بالإسكندرية، 1997
- منير إبراهيم هنيدي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، الإسكندرية:منشأة المعارف،1999
- ناجى التوني ،برنامج التدفقات المالية وإشكالاتها،المعهد العربي للتخطيط، الشهادة القطرية المنعقدة بجمهورية مصر العربية ،10-14 يناير 2004
- يزن خلف سالم العطيات، تحول المصارف التقليدية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، دار النفانس،الأردن: عمان،2009

المؤتـــــــمرات

- المنصف عباس، تجربة تونس في الإصلاح الهيكلي و الخوصصة، بحوث الندوة الفكرية تحت عنوان "الإصلاحات الاقتصادية و سياسات الخوصصة في البلدان العربية "، المركز الوطني للدراسات والتحاليل الخاصة بالتخطيط، الجزائر، 1999
- زيدان محمد، نورين بومدين،دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات – دراسة حالة الجزائر والدول النامية ، جامعة محمد خيضر بسكرة – يومي 21-22 نوفمبر 2006.
- سالم مفتاح القماطي، تفعيل سوق الأوراق المالي في ليبيا، ورقة عمل من ندوة"دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، طرابلس،2005
- سامي حطاب، تطور الأسواق المالية العربية – فرص التكامل و التنافس–،الملتقى السنوي الثاني لسوق رأس المال الفلسطيني ، نابلس 2008
- سري عبد الرشدي حسين، أعمال الندوة الحادية عشرة للبنك الإسلامي للتنمية بعنوان: تعبئة الموارد من أسواق رأس المال، رئيس بنك رشيد حسين، كولامبور، ماليزيا.
- صفوت عبد السلام عوض الله،الشفافية و الإفصاح و الأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، كلية الشريعة و القانون،جامعة الإمارات العربية المتحدة، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية و البورصات
- عبد الحق بو عتروس، إدارة و تنظيم بورصة القيم المنقولة ،مؤتمر الأسواق المالية و دورها في جذب الاستمارات، كلية الاقتصاد–جامعة تشرين، 2003
- عبد الله بن محمد الرزين، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية و ارتباطها باقتصاد المعرفة، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس اقتصاد المعرفة و التنمية، جامعة الزيتونة،عمان'الأردن ، من 16 إلى 2005/03/18
- عصام فهد العربيد،"الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، دار الرضا للنشر، دمشق، 2002
- كبية محمد، مؤشرات الأسواق المالية، مؤتمر الأسواق المالية و دورها في جذب الاستمارات، كلية الاقتصاد– جامعة تشرين، 2003
- مثنى عبد الإله ناصر، كفاءة سوق الأوراق المالية:الأسس و المقترحات، مداخلة مقدمة ضمن ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية– تجارب و رؤى مستقبلية، طرابلس،2005/12/11
- محمد براق ، محاضرة حول بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، جامعة ورقلة، أيام 22-23 أفريل 2003
- محمد بن علي العقلا، الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة أم القرى للدراسات العليا، كلية الشريعة و القانون، 2007
- محمود محي الدين، النمو الاقتصادي و التنمية المالية ..إشكالية تحديد العلاقة السببية، ورقة غير منشورة، مارس2001

- مسعود علي ناجي، المعلومات المحاسبية و أهميتها في السوق الفعال، مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية– تجارب و رؤى مستقبلية، طرابلس،2005/12/11
- منجد عبد اللطيف الخشالي –فاعلية السوق المالي في تعبئة المدخرات و تمويل الاستثمارات – أستاذ مشارك قسم الاقتصاد –جامعة الفتح، ؟
- ناجى التونى ،برنامج التدفقات المالية وإشكالاتها،المعهد العربي للتخطيط، الشهادة القطرية المنعقدة بجمهورية مصر العربية ،10-14 يناير 2004
- نادية أمين محمد علي،تحليل أسواق الأوراق المالية،المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر،"أسواق الأوراق المالية و والبورصات جامعة الإمارات العربية المتحدة،كلية الشريعة و القانون.

الأطروحـــــــــــات

- رشيد بوكساني ، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها" أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر 2006/2005
- سحنون جمال الدين، شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر، تونس، والجزائر، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، جامعة الجزائر، 2007-2008
- سمير محمد علي حسين، قياس كفاءة و فاعلية سوق الأوراق المالية المصرية و دورها في عملية الإصلاح الاقتصادي،رسالة دكتوراه في الاقتصاد،جامعة عين شمس،2005
- سميرة لطرش ، كفاءة سوق رأس المال و أثرها على القيمة السوقية للسهم: دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010
- عبد الباسط وفا محمد حسن، بورصة الأوراق المالية و دورها في تحقيق أهداف تحول قطاع الأعمال العام إلى الملكية الخاصة، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق،كلية الحقوق، حلوان، 1996
- عبد الله عويد مفلح طويرش، العلاقة بين أحجام التداول و عوائد الأسهم في الأسواق المالية العربية الناشئة، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم المالية و المصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية،2006
- علياء نبيل بسيوني خضير، هيكل السوق وفعالية السياسة المالية: حالة مصر، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في الفلسفة الاقتصادية، كلية التجارة، جامعة حلوان، 2007
- محمد عبد المطلب عبد المطلب بدوي، محددات تدفق الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق رأس المال الناشئة و آثارها على المتغيرات الاقتصادية:دراسة تطبيقية مقارنة على كل من مصر،إسرائيل،تركيا، رسالة دكتوراه، جامعة عين شمس:كلية التجارة،2002
- وليد أحمد صافي، "الأسواق المالية العربية الواقع و الآفاق، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر،2003

المـــذكـــرات

- رشا مصطفى مسعد عوض، محددات الاستثمار في أسواق رأس المال، رسالة مقدمة للحصول على درجة الماجستير في الاقتصاد، كلية الاقتصاد و العلوم السياسية، جامعة القاهرة، 1998
- سامي مباركي، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات،دراسة مقارنة: الجزائر، المغرب و تونس،مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، جامعة الحاج لخضر باتنة، قسم العلوم الاقتصادية، 2004
- شادي أحمد زهرة، الأسواق المالية الناشئة و دورها في عملية التنمية الاقتصادية في البلدان النامية، رسالة أعدت لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد، جامعة دمشق- كلية الاقتصاد،2009.
- شاهيناز جمال الدين محمد، العلاقة بين سوق الأوراق المالية و النمو الاقتصادي، رسالة ماجستير، جامعة القاهرة، كلية الاقتصاد،2003
- شذا جمال الخطيب، اتفاقية تحرير الخدمات المالية و أثرها على مستقبل الأسواق العربية لرأس المال، رسالة ماجستير، معهد البحوث و الدراسات العربية،قسم الدراسات الاقتصادية،2001
- عمار صايفي ، "محددات الاستثمار المحفظي و آثاره على أسواق الأوراق المالية — دراسة مقارنة بين مصر، تونس و الجزائر-مذكرة ماجستير في اقتصاديات المالية و البنوك،جامعة محمد بوقرة، بومرداس، 2009
- لمياء قاسم شاوش ،الأسواق المالية الناشئة مع دراسة حالة بورصة الجزائر،مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص مالية و نقود، جامعة البليدة،2005
- محمد محمود ولد خطري، الأسواق المالية الناشئة مع دراسة تطبيقية على تونس و مصر، رسالة ماجستير في الاقتصاد المالي، القاهرة معهد البحوث و الدراسات العربية ،2004
- ناصر سناجقي، سمات الأسواق المالية العربية ومتطلبات تطويرها، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة البليدة 2008/2007
- نوال بن لكحل ،الأسواق المالية و دورها في التنمية الاقتصادية مع دراسة حالة بورصة الجزائر، رسالة ماجستير،جامعة الجزائر/ كلية الاقتصاد،2001
- ياسين بوعلامي ، الخوصصة و دور السوق المالية في تفعيلها،مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية،جامعة منتوري قسنطينة، 2010

المجـلات بالعربيــة:

- رسائل البنك الصناعي حسين عبد المطلب الأسرج،"تحليل أداء البورصات العربية 1994-2003 مع دراسة خاصة للبورصة المصرية"،سلسلة ، بنك الكويت الصناعي، العدد 79،ديسمبر 2004
- مجلة اتحاد المصارف العربية،يحي بن سعيد الجابري، تحرير الاستثمارات و متطلبات التطوير المنشود في الأسواق المالية العربية، العدد 263، أكتوبر 2002
- مجلة الباحث ،مفتاح صالح ، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية:دراسة لواقع أسواق المال العربية و سبل رفع كفاءتها، عدد07، جامعة محمد خيضر بسكرة،2010
- مجلة التجارة ، عبيد سعيد توفيق،درجة كفاءة سوق الأوراق المالية و إمكانية التطوير:دراسة تطبيقية على بورصة الأوراق المالية بالقاهرة،القاهرة،جامعة عين شمس

- مجلة التمويل و التنمية مسعود أحمد، الاستثمار بالحافظة و تدفقه إلى البلدان النامية، مجلد33، 1996
- مجلة الدراسات الاقتصادية، فوزي زكي، المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية، الجزائر: دار الخلدونية،العدد الثاني،2000
- مجلة العلوم الإنسانية، حسان خبابة، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، فيفري 2004
- مجلة بحوث جامعة حلب، ياسر بوحسون، واقع و آفاق الشركات المساهمة في سوريا ، سلسلة العلوم الاقتصادية، العدد 7، 2001
- مجلة تكريت للعلوم الإدارية و الاقتصادية،إيمان عبد اللطيف حسن المولى،مؤشرات قياس سيولة الأوراق المالية و أثرها في النمو الاقتصادي، جامعة تكريت، كلية الإدارة و الاقتصاد، المجلد7/العدد 23، 2011
- مجلة جامعة تشرين للدراسات و البحوث العلمية، ياسر بو حسون، الأسواق المالية الناشئة و دورها في تنمية الاقتصاد الوطني: سورية،دراسة تحليلية استشرافية، سلسلة العلوم الاقتصادية و القانونية، المجلد 27 رقم 1، 2005
- مجلة جسر التنمية حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، المعهد العربي للتخطيط، ، العدد 27، مارس 2004
- مجلة شؤون اجتماعية، الاستثمار الأجنبي في الدول العربية: الواقع و الطموحات، العدد 92، الإمارات العربية المتحدة، 2006

الجـرائـد

- الجريدة المغربية الثلاثاء 17 نوفمبر 2008 http://www.almaghribia.ma
- جريدة الشروق، اليومي عبد المجيد بوزيدي، الخوصصة: أية حصيلة؟ ، عدد 1918، 15 فيفري 2007
- جريدة العرب الدولية " الشرق الأوسط صندوق النقد العربي: أداء بورصة الكويت يتصدر 9 بورصات عربية في الربع الأول،الاثنيـــن 03 ربيـــع الثاني 1422 هـــ 25 يونيو 2001 العدد 8245
-جريدة الشرق الأوسط حول: مجلس القيم المنقولة يحمل إدارة البورصة مسؤولية تسرب معلومات سرية، العدد 10947،الاثنيـــن 17 نوفمبر 2008 : http://www.asharqalawsat.com
- ميدل ايست أون لاين ،حميد ولد أحمد،" البورصة الجزائرية تفتح أبوابها للمستثمرين الأجانب بقيود خانقة" 2012/03/15 : http://www.middle-east-online.com/?id=127532
- يومية المجاهد، الجزائر استثمار: "الأكثر موائمة" لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة 2011/3/6 http://www.elmoudjahid.com/ar/actualites/864
- يومية المساء المغربية: 2.5 مليار درهم مساهمة صناديق الاستثمار للنهوض بالاقتصاد الوطني، 2009/04/27
- يومية المساء، إنعاش بورصة الجزائر، بتاريخ 2012/01/29 : http://www.el-massa.com
- يومية النصر،"نحو فتح الاستثمار في بورصة الجزائر أمام المستثمرين غير المقيمين، عدد 1390917، جويلية 2012

الحوليـــات والتقارير:

– تقرير"الاتجاهات الاقتصادية الإستراتيجية" – مركز الأهرام للدراسات السياسية 2001
– التقارير السنوية كوسوب 2000–2011
– التقارير السنوية لبورصة الدار البيضاء بين 1993 و2011
– التقرير الاقتصادي العربي الموحد : 2002–2003
- تقرير الاتحاد الإفريقي حول دراسة الجدوى الخاصة بإنشاء بورصة عموم إفريقيا لسنة 2008.
– التقرير السنوي لهيئة السوق المالي التونسي،2008
– التقرير السنوي لبورصة تونس للقيم المنقولة 2009-2011
- حوليات لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، الجزائر، 1998
– صندوق النقد العربي،"التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2002 –2004
– صندوق النقد العربي،"مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية "،أبو ظبي 2003
– المؤسسة العربية لضمان الاستثمار،"تقرير مناخ الاستثمار فى الدول العربية ، 2002 –2011
– النشرة الاقتصادية لبنك مصر ، السنة الرابعة و الأربعون،2002
– النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي 2003-2011
–نشرية الظرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، جانفي 2012

مواقع عبر النت:

- موقع مجلس القيم المنقولة المغربي: http://www.cdvm.gov.ma
- موقع بورصة الدار البيضاء: http://www.casablanca-bourse.com
- موقع المؤتمن المركزي للقيم المنقولة ببورصة الدار البيضاء: http://www.maroclear.com/
- Casablanca Finance City http://www.casablancafinancecity.com/?Id=94&lang=ar
- موقع هيئة السوق المالية التونسية: http://www.cmf.org.tn
- موقع بورصة تونس: http://www.bvmt.com.tn
- موقع الشركة التونسية للإيداع و المقاصة : www.sticodevam.com
- موقع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة الجزائرية: http://www.cosob.org
- موقع بورصة الجزائر : www.sgbv.dz

- http ://libyastockmarket.com/history.asp, le 01/10/2007
- http ://www.vipmiss.com/vb/member.php
- http//www. Annaba.org/ nba 59 / asoaq . htm , le 26/2/2006
- http://www.arab-api.org/course9/pdf/analysis-a.pdf
- http ://www.alreport.com/MovingAverage.aspx
- http ://www.cmf.org.tn/htm/publication_cmf/rapp_annuel.htm
- http :// www.tunisienumerique.com ,le 25 novembre 2011
- http :// www.tresor.economie.gouv.fr/File/327094
- http ://donnees.banquemondiale.org/indicateur/CM.MKT.TRAD.GD.ZS/countries
- http://data.albankaldawli.org/indicator/NE.GDI.FTOT. ZS
- http://www.middle-east-online.com/?id=127532 , le 22/09/2012
- http://www.moheet.com
- http://www.boursomaroc.com
- www.tunisienumerique.com du 25 novembre 2011

http://www.world-exchanges.org/publcations/ts1%20Nbr%20of%cos.pdf

BIBLIOGRAHIE EN LANGUE ETRANGERE

OUVRAGES EN LANGUE ETRANGERE

- Abdeladim Leila, « la privatisation d'entreprises publiques dans les pays du maghreb arabe », éditions internationales, Paris,1998

- A. Kateb, Les nouvelles puissances mondiales. Pourquoi les BRIC changent le monde ?, Paris : Ellipses, 2011

- Alain Choinel, « Les Marchés Financiers », Paris : Edition Organisation,1996

- Alain Piveteau et Eric Rougier « Emergence, l'économie de développement interpellée » http://regulation.revues.org/7734.html

- Balley P, « La bourse : mythes et réalités »,Presses universitaires de France, Paris,1987

- Benic and fanic, « Stock market liquidity :comparative analysis of creation and regional markets » , Financial theory and practice,2008

- B.Jaquillat et B. Solnik, « Marchés Financiers Gestion de Portefeuilles et des Risques », (Paris : DINOD, 3° Edition, 1997

- Bruno Colmant et autres, Efficience des marchés : concepts,bulles spéculatives et image comptable,2éme ed,Larcier,2009

- C. Mitchell Conover, Jerold R. Jensen, Robert R. Johnson : Emerging markets, when are they worth it ?, Financial analysts journal, vol 58,n°2,March-April 2002

- Coryne Jaffreux, « Bourse et financement des entreprises »,Paris :Dalloz,1994

- Daniel Herlemont, « Marchés à terme d'indices et plateforme de trading automatique », Copyright, 2003
- David Bolduc et Antoine Ayoub « La mondialisation et ses effets », Green Université Laval,Quebec , 2000

- David.C.L.Nellor, « l'émergence des marchés en Afrique », Finances & Développement septembre 2008

- Dov Ogien, Pratique des marchés financiers, ed Dunod,2005

- Emmanuel Tchemeni «Les marchés émergents », encyclopédie des marchés émergents, Economica, 1997.

- Francis Jack ,Investment,5th edition, New York,1983

- François Le Bihan, « Pratique de la bourse »,Paris :Eyrolles,3éme ed,1999

- J. Vercueil, Les pays émergents. Brésil-Russie-Inde-Chine : mutations économiques et nouveaux défis, Paris : Bréal, 2010

- Jean BRILMAN, Claude Maire, Manuel d'Evaluation des Entreprises, Paris : Les Editions, 1993
- Jean Marc Lehu, «L'encyclopédie du marketing »édition d'Organisation(2004)

- J.B.Azour, « Avenir des pays émergents : quelle attitude face aux entrées massives des capitaux ? » revue d'économie financière n°41 juin 1997.

- Mongi Mokadem, La privatisation est elle un moyen de promotion des investissements : cas de la Tunisie, Harmattan, Paris,2012.site web : http://www.codesria.org (04/05/2012)

- P. Topscalian, Les indices boursiers sur action, Economica, Paris1996

- P.Conso. et Boukhezar. A, La gestion Financière de l'entreprise, Paris: dunod ,1989

- Paul Jacques Lhmann, « Les circuits financiers »,Paris :Dalloz,1989

- Philippe Askinazy,Daniel Cohen, Les 27 questions d'économie contemporaine, ed Albin Michel,2007

- Philippe Gillet,l'efficience des marchés financiers,2ème ed,Economica,2006

- Pierre Prissert, « économie monétaire et bancaire », paris :ITB.2éme ed, ?Plan, 2006.

- Sadi Nacer Eddine, « la privatisation des entreprises publiques en Algérie »,OPU ,2006

- Shari Spiegel, «Politique macroéconomique et politique de croissance », UNDESA, Newyork (2007)
- Sid Ali Boukrami, « Vademecum de la Finance », Alger :OPU, 1992

- Steve Coulom, « Le nouvel équilibre mondiale et les pays émergents ? », TECHNIP, Paris(2012)

- Sylvia Delannoy, Géopolitique des marchés émergents : ils changent le monde PUF.2012
- Vincent Coen, Marché de capitaux et techniques financières ,Paris :Economica ,ed N°4, 1997

THESES ET MEMOIRES

- AKA-BROU EMMANUEL ; le rôle des marches de capitaux dans la croissance et le développement économique ,thèse de doctorat en sciences économiques université d'auvergne Clermont Ferrand I, France,2005
- Syrine Chaouch, « La sous-évaluation initiale et la liquidité des titres nouvellement introduits sur la BVMT» Maitrise en Finance, FSEGT, Tunisie, 2007
site électronique :http://www.memoireonline.com/03/09/2023/m_La-sous-evaluation-initiale-et-la-liquidite-des-titres-nouvellement-introduits-sur-la-BVMT.html

SEMINAIRES

- Fadhel abdelkefi, OPCVM :organisation, risques et responsabilités Séminaire régional de la COSUMAF, Libreville-Decembre 2006

- Levine Ross and Zervos, « stock market development and long run growth », world bank conference.1999

- Moubarack Lo, « L'émergence économique des nations : définition et mesure » document de travail au colloque jeudi 27/11/2008 université Bordeaux IV « L'émergence : des trajectoires au concept

- Wyss , von, "measuring and predicting liquidity in the stock market", doctoral dissertation, St Gallen university ,2004

REVUES

- Akram Alhorani, « International Changes and Their Impact on the Rising Financial Markets » Tishreen University Journal for Studies and Scientific Research- Economic and Legal Science Series Vol. (27) No (4) 2005.

- André Orléan, « La notion de valeur fondamentale est elle indispensable à la théorie financière ? »,La découverte,2008/1-n°3

- André Orléan, « les marchés financiers sont ils rationnels ? »,in Askenazy P et Cohen D ,édition de la rue d'Ulm, Paris,2008.disponible sur :www.pse.ens.fr/orlean/

- FAMA, E.F, « Efficient Capital Markets: II », *Journal of Finance*,Vol. 46, No. 5. (1991)

- Fleming, "measuring treasury market liquidity", frbny economic policy review, September.2003

- Hicham Asselih, « Les marchés financiers émergents : caractéristiques des performances » CRIEF , (2009).

- Hyme P, « Des différentes acceptions de la théorie des marchés efficients »,Economie appliquée, Vol 57,n°4,2004

- JENSEN, M.C. (1978). « Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency»,*Journal of Financial Economics*, Vol. 6,

- Levine Ross,Zervos Sara,"Stock Market Development and Long-Run Growth ",World Bank.Working Paper.N°1582.Washington, 1996
- Michael Leahy, "Contributions of Financial Systems to Growth in OECD Countries", OECD Economics Department Working Papers, No. 280, OECD Publishing. (2001)

- Mohab NABIL, " Projected Fibonacci Targets" Technical analysis of Stock & commodities magazine, California, volume 20. May 2002. http://store.traders.com/v20546projfi.html

- Mohammed Al Eriane, « Ou se dirigent les marchés émergents », Finances & Développement, juin 2000 : http://dx.doi.org/10.1787/888167575648

- Najat El Mekkaoui de Freitas, Cahiers de recherche EURISCO, L'épargne des Ménages au Maroc : Une analyse macroéconomique et microéconomique Cahier n°05 2008

- Revue de l'Economie Financière : Dossier le marché primaire, Paris : ADF n°47,1998
- Revue l'Economie, « organisation du marché primaire et produits des valeurs mobilières »,Algérie, presse n°5

- Ross LEVINE, "spur of stock market", in Finance & Development, Vol. 33, N°1. 1996

- Stachowiak Christine, « Prévisibilité des rentabilités boursières »,La documentation Française :Economie et prévision,2004/5 (n°166)

- Strategica, revue mensuelle de business, n° 36, Octobre 2007

- Summers, Lawrence H. (1986). "Does the Stock Market Rationally Reflect fundamental values, The Journal of Finance, Vol41, n°3, jul 1986

- Valérie Mignon, Les ambigüités de la théorie de l'efficience informationnelle des marchés financiers, La découverte, Regards croisés sur l'économie,2008/1(n°3)

- Van Agtmael Antoine, "The emerging market century : how a new breed of world class companies is overtaking the world" 2007(N.Y. : Free Press)

- Working Papers n°:280, 2001, available through OECD's Internet Web site at: http://ideas.repec.org/p/oed/oecdec/280.html

ANALES ET PERIODIQUES

- BVMT :Les indices de la bourse de Tunis , 2011
- CDVM, Investissement étranger à la bourse de Casablanca, 2011
- Comptes de la Nation de base 1998, Royaume du Maroc, Haut Commissariat au
- COSOB, Guide de l'investisseur, November 1997
- COSOB, guide des valeurs mobilières,2011
- Economic statistics bulletin 2011
- Guide pratique des OPCVM, Bourse de Casablanca 2010
- IFC, Emerging Markets Factbook 1998
- IMF, World Economic Outlook, October 2010
- Ministère de l'économie, des finances, de la privatisation et du tourisme, « évolution récente du secteur financier », document de travail n°60, janvier 2001
- Profil économique et financier de la cote de la bourse de Casablanca, Caisse de Dépôt et de Gestion, 2010
- Prospectus bourse Casablanca 2012
- Prospectus bourse Tunisie 2012
- Rapport annuel n° 53,2011 banque centrale Tunisie
- Rapport banque centrale tunisienne n 53
- Rapport bourse Casablanca 2009,2010,2011

- Rapport CDVM 2011-1999
- Rapport CMF 2008
- Rapport COSOB 2010
- Rapport d'évaluation octobre 2009,Banque Africaine De Développement,.
- Rapport de la Banque Mondiale (2010)
- Rapport MAXULA BOURSE intermédiaire en bourse février 2011
- Rapports de CMF de la bourse de Tunisie des années du 2003 au 2008
- SGBV : Guide d'introduction en bourse , 2011
- Tableau de bord des indicateurs macro-économiques, Direction des études et des prévisions Financières, ministère de l'Economie et des Finances, mai 2011
-AMF, Economic Papers, Number 8, Abu Dhabi, February 2004. Site:www.amf.ae.org
-World Federation of Exchanges, annual report 2001, Paris: March 2002

DIVERS

- Abdelkrim Salhi , rapport , Bourse d'Alger déconnectée du monde économique, Transactions d'Algerie ,2012

- Aufait, quotidien des actifs urbains ;jeudi 30 aout 2012

- Aufait, quotidien des actifs urbains, loi de finance 2012, situation économique au Maroc, le 28/2/2012

- FMOQ, Marchés émergents : y être ou ne pas y être, telle est la question, société de gérance des fonds ,FMOQ,INC ; Avril2006

- J.B Desquilbert, « marché boursier, théorie des anticipations rationnelles et hypothèse d'efficience des marchés », université d'Artois, chap 7,2007

http://jb.desquilbet.pagesperso-orange.fr/docs/A_L3thfi_04_marche_boursier.pdf
- Jeune Afrique : « vague d'introductions en vue à Casa », le 27/08/2010

- Le financier : le quotidien de l'économie et de l information, La bourse d'alger ouverte aux étrangers 17/07/2012

- McKinsey, The emerging equity gap:Growth and stability in the new investor landscape Global Institute, Décembre 2011

http://www.mckinsey.com/insights/global_capital_markets/emerging_equity_gap
- Perspectives économiques en Afrique 2012 ,BAfD, OCDE, PNUD, CEA

- S&PEmerging Markets database, 2008 :
http://us.spindices.com/indices/equity/sp-emerging-markets-infrastructure-index

-